

Şirket Raporu

Türkiye | İletişim ve Savunma | 12 Ekim 2026

ASELSAN <ASELS>

Savunma Sanayiinde Liderlik, Büyümede Yeni Dönem

Türkiye'nin en büyük, dünyanın ise 40. büyük savunma sanayii şirketi olan ASELSAN, BIST-100'de en beğendiğimiz hisseler arasında yer almaktadır. Şirketi, Türkiye'nin artan savunma yatırımlarından ve küresel yeniden silahlanma sürecinden en fazla fayda sağlayacak isimlerden biri olarak görüyoruz. Hisse başına 536,7 TL olarak belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyatımız %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir; AL tavsiyemizi koruyoruz.

ASELSAN'a yönelik olumlu görüşümüzün temelini i) şirketin Türkiye'nin ana savunma programlarındaki lider konumu ve büyüyen bakiye siparişlerinin sağladığı uzun vadeli gelir görünürlüğü, ii) hava savunma, radar ve elektronik harp sistemlerine yönelik artan küresel talebin yarattığı ihracat potansiyeli ve iii) başta Oğulbey olmak üzere teslimat hacmini artıracak kapasite yatırımları oluşturuyor. Artan üretim kapasitesinin, bakiye siparişlerin gelire dönüşümünü hızlandırarak kar büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Yüksek yatırım harcamalarına rağmen finansal kaldıracın düşük seviyelerde kalacağını öngörüyoruz.

Artan savunma harcamaları güçlü sipariş talebini destekliyor. NATO üyeleri, savunma ve güvenlik harcamalarını 2035'e kadar GSYH'nin %5'ine (%3,5 temel savunma, %1,5 güvenlik bağlantılı harcamalar) çıkarmayı taahhüt etti. AB'nin "Readiness 2030" (Hazırlık 2030) planı ise 800mlr EUR'ya kadar ek savunma yatırımı hedefliyor. Türkiye'nin savunma harcamalarının GSYH'ye oranının 2026T'deki %2,9'dan 2035T'de %3,5'e yükselmesini bekliyoruz; bu artışta Çelik Kubbe, KAAAN, ALTAY ve deniz platformu projeleri belirleyici olacak. ASELSAN'ın 2026T'de 14,0mlr USD yeni sipariş almasını (yıllık %46 artış) ve yıl sonu bakiye siparişinin 20,4mlr USD'den 28,7mlr USD'ye çıkmasını öngörüyoruz; bu da siparişlerin satışlara oranının (book-to-bill) 2,5x olacağına işaret ediyor. Yeni siparişlerin teslimatların üzerinde kalmaya devam etmesiyle bakiye siparişin 2030T'de 54,9mlr USD'ye ulaşmasını bekliyoruz.

İhracatın büyüme, nakit akışı ve karlılığa katkısının artmasını bekliyoruz.

ASELSAN'ın yeni ihracat siparişleri, Polonya ile imzalanan 410mn USD'lik elektronik harp sözleşmesinin de katkısıyla, 2025'te önceki yılın iki katını aşarak 2,07mlr USD'ye ulaşmıştır. Şirketin güçlü ürün portföyü ve uluslararası pazarlardaki artan etkinliği sayesinde yıllık yeni ihracat siparişlerinin 2030T'de 4,50mlr USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. Büyük yurt içi programlara kıyasla daha kısa teslim sürelerine sahip ihracat sözleşmeleri, siparişlerin hasılatla daha hızlı dönüşmesini sağlamaktadır. İhracatın toplam hasılat içindeki payının, şirket beklentileriyle uyumlu olarak 2025'teki %15 seviyesinden 2027T'den itibaren yaklaşık %30'a yükselmesini öngörüyoruz.

Oğulbey: Neredeyse ikinci bir ASELSAN. Oğulbey Teknoloji Üssü'nün, başta Çelik Kubbe sistemleri olmak üzere ASELSAN'ın seri üretim kapasitesini yaklaşık iki katına çıkarması beklenmektedir. Bazı hava savunma sistemlerinin üretimine başlanan tesis için 2026–32T döneminde toplam 2,19mlr USD yatırım harcaması öngörüyor, bu tutarın %64'ünün 2027 sonuna kadar gerçekleşeceğini varsayıyoruz. Özellikle yüksek ciro katkısı beklediğimiz yurt içi savunma programlarının seri üretime geçmesi ve kapasite artışının teslimatlara katkısıyla ASELSAN'ın satış gelirlerinin 2025'teki 4,21mlr USD'den 2028T'de 9,54mlr USD'ye, FAVÖK'ünün ise 1,10mlr USD'den 2,65mlr USD'ye yükselmesini bekliyoruz. Aynı dönemde FAVÖK marjının da %26,2'den %27,8'e iyileşmesini öngörüyoruz.

ASELS:TI / ASELS:IS

Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse):	536.70
Getiri Potansiyeli:	53%
Hisse Fiyatı (TL):	351.25
Piyasa Değeri (bn TL):	1,602
Hisse Adedi (mn):*	4,560.0
Fiili Dolaşım Oranı (%):	26.00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	416,442
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	İletişim ve Savunma

Hisse Performans (09/10/2026)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	171.28 - 450.
	1h 1A 3A ybb
Nominal	-3.2% -12.7% -2.1% 51.6%
Rölatif (BIST-100)	-3.1% 3.3% 12.6% 39.2%
Ort. İşlem Adedi (mn)	35.02 35.37 33.92 35.70
Ort. İşlem Hacmi (mn TL)	12,831 13,154 10,944 12,544
BİST-100'deki ağırlığı	11.07
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce
	49.6% 49.9%

Kısaca Şirket

ASELSAN Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1975 yılında Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuş, Türkiye'nin lider savunma elektroniği şirkettir. Şirket; haberleşme, radar, elektronik harp, elektro-optik, aviyonik, hava savunma, komuta-kontrol ve silah sistemleri başta olmak üzere geniş bir ürün portföyüne sahiptir. ASELSAN, savunma sanayinin yanı sıra ulaşım, enerji, sağlık ve güvenlik gibi sivil alanlarda da teknoloji çözümleri geliştirmektedir. Ankara merkezli şirket, güçlü Ar-Ge ve mühendislik kapasitesiyle kritik teknolojilerde yerleşmeye odaklanırken, ürünlerini 80'den fazla ülkeye ihraç etmektedir.

Ortaklık Yapısı

	Oran
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74.20
Diğer	25.80

Finansal Göstergeler

(USD mn)	2024	2025	2026T	2027T
Ciro	3,413	4,210	5,676	7,605
FAVÖK	858	1,104	1,533	2,091
Net Kar	434	699	1,126	1,436
FAVÖK marjı	25.2%	26.2%	27.0%	27.5%
Net marj	12.7%	16.6%	19.8%	18.9%
FD/FAVÖK (x)	38.8	30.2	21.7	15.9
F/K (x)	75.1	46.7	29.0	22.7
FD/Satış (x)	9.77	7.92	5.87	4.38
Net Borç/FAVÖK (x)	0.5x	0.3x	0.4x	0.6x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.01	0.02
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%
Temettü Dağıtım Oranı	1.1%	0.0%	3.3%	7.0%

Analist : Zafer İsmail Belli
+90 850 201 9447
zaferb@global.com.tr

Direktör : Onur Marşan
+90 850 201 9447
onurm@global.com.tr

Yüksek yatırım harcamalarına rağmen borçluluk yönetilebilir seviyede.

Ar-Ge ve bakım harcamaları dahil toplam yatırım harcamalarının 2026T'deki 1,45mlr USD'den 2027T'de 1,85mlr USD'ye yükselerek tepe noktasına ulaşmasını bekliyoruz. Net borcun da aynı yıl 1,27mlr USD ile en yüksek seviyesine çıkacağını tahmin ediyoruz; bu tutar 0,6x net borç/FAVÖK oranına karşılık geliyor. 2028T'de firmaya serbest nakit akışının 1,13mlr USD ile pozitif dönmelerini, net borcun ise 869mn USD'ye gerilemesini öngörüyoruz.

Değerleme: Değerlememizde USD bazlı İNA yöntemine (%9,4 AOSM, %4,0 nihai büyüme) %60, benzer şirket çarpanlarına %40 ağırlık veriyoruz. ASELSAN'ın ROKETSAN'daki %15 payını ise ayrıca değerlendiriyoruz. ASELSAN, 2027T tahminlerimize göre 15,9x FD/FAVÖK çarpanıyla küresel benzerlerine kıyasla %15 iskontolu işlem görmektedir. 536,7 TL/hisse düzeyindeki 12 aylık hedef fiyatımız %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Katalistler: Çelik Kubbe ve NATO bütçe artışları kapsamında artan sipariş hızı, beklentileri aşan ihracat sözleşmeleri, Oğulbey'de kapasitenin öngörülenden hızlı devreye alınması, savunma platformlarının üretim adetlerinde artış ve tahminlerimizin üzerinde FAVÖK marjı.

Riskler: Tedarik ve program takvimindeki olası gecikmeler, Oğulbey yatırımlarında gecikme veya kapasite kullanımının beklentilerin altında kalması, işletme sermayesi ve finansman ihtiyacının öngörülleri aşması, ihracat pazarlarına erişimde kısıtlamalar ve artan rekabetin kar marjlarını baskılaması.



Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (USD mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	3,413	4,210	5,676	7,605	9,538
Yurtiçi	2,961	3,639	4,342	5,412	6,728
İhracat	487	642	1,335	2,193	2,810
Satışların Maliyeti	2,329	2,870	3,814	5,050	6,257
Brüt Kar	1,083	1,340	1,862	2,555	3,281
Faaliyet Giderleri	319	365	511	707	897
Faaliyet Gelirleri	765	975	1,351	1,848	2,384
FAVÖK	858	1,104	1,533	2,091	2,652
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	11	172	322	232	130
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-542	-545	-560	-618	-605
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	1	14	32	2	2
Vergi Öncesi Kar	235	616	1,145	1,463	1,911
Vergi Gideri/(geliri)	-198	-82	19	27	37
Azınlık Payları	-2	-1	0	0	0
Net Kar/(Zarar)	434	699	1,126	1,436	1,874

Bilanço (USD mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	472	679	990	1,336	2,640
Ticari Alacaklar	805	907	1,364	1,761	2,263
Stoklar	1,234	1,719	2,253	3,005	3,338
Maddi Duran Varlıklar	1,062	1,509	2,122	2,932	3,238
Diğer Varlıklar	3,320	5,257	7,834	9,124	10,674
Toplam Varlıklar	6,893	10,069	14,563	18,158	22,153
Finansal Borç	924	1,005	1,575	2,605	3,510
Ticari Borçlar	561	886	1,309	1,735	2,208
Diğer Yükümlülükler	1,394	2,305	3,702	4,581	5,414
Toplam Yükümlülükler	2,880	4,195	6,586	8,921	11,131
Kontrol gücü olmayan paylar	30	32	38	38	38
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	3,983	5,843	7,939	9,199	10,984
Ödenmiş sermaye	129	106	89	79	70
Brüt finansal borç	924	1,005	1,575	2,605	3,510
Net borç	452	326	585	1,268	869

Bakiye Siparişler	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Yeni siparişler	6,545	9,573	13,964	15,260	16,228
Yeni sipariş büyümesi	31%	46%	46%	9%	6%
Yıl sonu bakiye siparişler	13,992	20,368	28,656	36,310	43,001
Bakiye sipariş büyümesi	28%	46%	41%	27%	18%
Yıl sonu bakiye siparişlerde ihracatın payı	12%	14%	16%	17%	17%
Yeni sipariş/satış	1.9	2.3	2.5	2.0	1.7
Sonraki yıl satışları/bakiye siparişler	30%	28%	27%	26%	24%

Büyüme	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	36%	23%	35%	34%	25%
FAVÖK	57%	29%	39%	36%	27%
Net Kar	75%	61%	61%	28%	30%

Finansal Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Hisse başına kar (USD)	0.09	0.15	0.25	0.31	0.41
Kar dağıtım oranı	1%	0%	3%	7%	7%
Özkaynak karlılığı	10.9%	12.0%	14.2%	15.6%	17.1%
Brüt kar marjı	31.7%	31.8%	32.8%	33.6%	34.4%
FAVÖK marjı	25.2%	26.2%	27.0%	27.5%	27.8%
Net kar marjı	12.7%	16.6%	19.8%	18.9%	19.6%
Net borç/özkaynak (x)	0.11x	0.06x	0.07x	0.14x	0.08x
Net borç/FAVÖK (x)	0.53x	0.3x	0.38x	0.61x	0.33x
Kısa vadeli borç/uzun vadeli borç	69%	70%	62%	61%	62%
Özkaynaklar/toplam varlıklar	58%	58%	55%	51%	50%

Kaynak: Finnet

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma, Finnet



YATIRIM TEMASI

ASELSAN ABD'nin uyguladığı silah ambargosunun ardından 1975'te, Türkiye'nin yabancı askeri elektroniğe, özellikle de haberleşme sistemlerine olan bağımlılığını azaltmak amacıyla kuruldu. Aradan geçen elli yılı aşkın sürede ASELSAN, Türkiye'nin büyük savunma platformlarının elektronik omurgası haline geldi. NATO'nun en büyük ikinci ordusuna sahip olan Türkiye, şirketin sistemleri için geniş bir iç pazar sunuyor. Şirketin yurt içi programlar için geliştirdiği radar, elektronik harp, hava savunma ve komuta kontrol kabiliyetleri, NATO ve Avrupa'nın tedarik öncelikleri de düşünüldüğünde uluslararası büyüme potansiyelini güçlendirmektedir. NATO'nun %5 savunma ve güvenlik harcaması hedefinin, OVP kapsamında yerli savunma sanayiine verilen önceliğin ve Avrupa'nın 2030 yılına yönelik savunma ihtiyaçlarının, ASELSAN'ın hem yurt içi hem de ihracat pazarlarındaki yeni siparişlerini önümüzdeki yıllarda desteklemesini bekliyoruz.

Yeni siparişlerdeki güçlü artış da bu beklentimizi desteklemektedir. ASELSAN, 9A26'da yaklaşık 8,3mlr USD tutarında yeni sözleşme imzalarken, yalnızca Ekim ayında açıklanan yeni sözleşmelerin toplamı şimdiden 4,9mlr USD'ye ulaşmıştır. 2026T'de yeni siparişlerin yıllık %46 artışla 14,0mlr USD'ye, yıl sonu bakiye iş yükünün ise 28,7mlr USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. Büyüyen bakiye iş yükünün gelire dönüşümünde Oğulbey'in önemli katkı sağlayacağını düşünüyoruz. ASELSAN'ın seri üretim kapasitesini yaklaşık iki katına çıkarması beklenen tesisin, büyük savunma programlarının seri üretime geçmesiyle birlikte teslimat hacmini artırmasını öngörüyoruz. USD bazlı hasılatın 2026T–2036T döneminde yıllık bileşik %13,4 büyümesini, FAVÖK marjının ise %27–28 aralığında seyretmesini bekliyoruz.

Değerlememizde, 2026T–2036T dönemini kapsayan USD bazlı İNA analizine %60, benzer şirket çarpanlarına %40 ağırlık veriyor, ASELSAN'ın ROKETSAN'daki %15 payının değerini ayrıca ekliyoruz. 536,7 TL/hisse düzeyindeki 12 aylık hedef fiyatımız %53 getiri potansiyeline işaret etmekte olup AL tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme (USD mn)	Değer	Ağırlık	Değer
İNA	43,741	60%	26,245
Çarpan	40,035	40%	16,014
%15 Roketsan Payı			736
ASELS Tahmini Değer			42,994
Piyasa Değeri (USD mn)			32,603
12A Hedef Fiyat (USD)			10.32
12A Hedef Fiyat (TL)			536.70
Hisse Fiyat (TL)			351.25
Artış Potansiyeli (%) (TL)			53%

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

ASELSAN, 2026T tahminlerimize göre 21,7x FD/FAVÖK ve 29,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu seviyeler küresel savunma sanayii şirketlerine kıyasla sırasıyla %6 ve %14 iskontoya karşılık gelmektedir. 2028 yılı tahminlerimize göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını sırasıyla 12,6x ve 17,4x olarak hesaplıyor, benzer şirketlere göre iskontoların ise %20 ve %25'e genişlemesini bekliyoruz. Oğulbey yatırımının üretim hacmi ve karlılığa katkısının 2028T sonrasında da artmaya devam edeceğini öngördüğümüzden, söz konusu çarpan seviyelerini cazip buluyoruz.

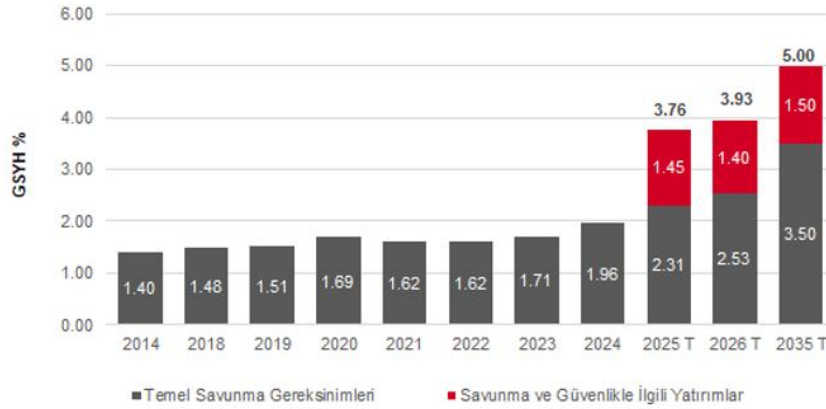
Yeni siparişlerin yıllık teslimatları aşmaya devam etmesiyle ASELSAN'ın bakiye siparişinin 2025 sonundaki 20,4mlr USD'den 2036 sonunda yaklaşık 80mlr USD'ye çıkmasını (%13,2 YBBO) öngörüyoruz. Oğulbey yatırımının teslimat hacmine katkısının 2028T sonrasında da artmasını, kapasite kullanımındaki yükselişin ise birim sabit maliyetleri azaltarak FAVÖK marjını desteklemesini bekliyoruz. Bu nedenle, 2028T finansalları esas alan çarpan değerlemesine kıyasla, uzun vadeli İNA analizimizin yatırımın büyüme ve karlılık üzerindeki etkisini daha iyi yansıttığını düşünüyoruz.



Küresel savunma harcamalarında yaşanan artışın devam etmesini bekliyoruz

Soğuk Savaş sonrasında askeri bütçelerin gerilediği dönemin aksine, küresel savunma harcamaları son yıllarda belirgin bir artış eğilimine girmiştir. Rusya-Ukrayna savaşı, ABD, İsrail ve İran arasında tırmanan gerilimler ve ABD ile Çin arasındaki stratejik rekabet bu eğilimi güçlendirmektedir. Jeopolitik risklerin artması ve çatışmaların yaygınlaşmasıyla birlikte hükümetler savunma harcamalarına kamu bütçelerinde yeniden öncelik vermeye başlamıştır. 2020–2024 döneminde dünya genelindeki ülkelerin yaklaşık yarısı savunma bütçesini artırırken, savunmaya GSYH'nin %2'sinden fazlasını ayıran ülkelerin oranı 2018'deki %27'den 2024'te yaklaşık %40'a yükselmiştir. Savunma sanayiindeki büyüme de bu eğilimi desteklemekte olup, dünyanın en büyük 100 savunma şirketinin silah satışları son yirmi yılda yaklaşık iki katına çıkmıştır.

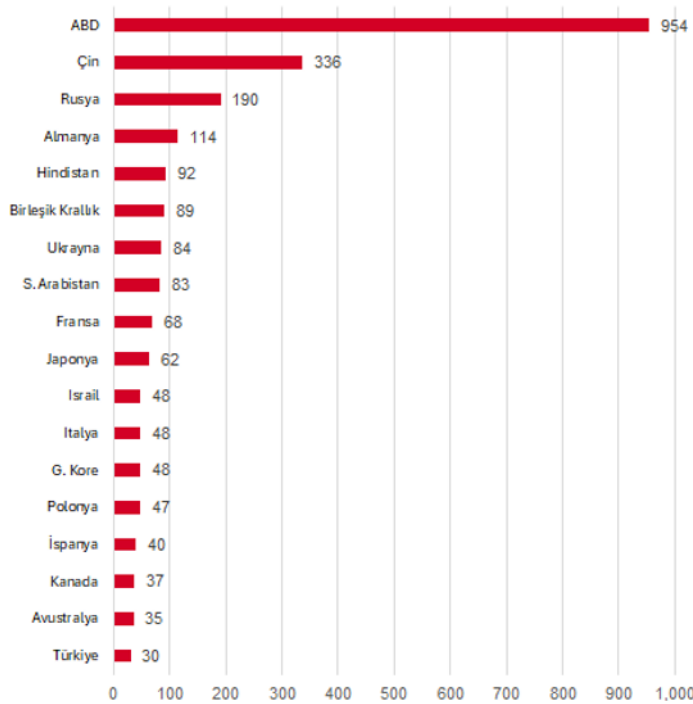
NATO Avrupa ve Kanada — Temel Savunma Harcamaları ve Savunma/Güvenlikle İlgili Yatırımlar (GSYH %)



Kaynak: NATO - Basın Bülteni (Temmuz 2026)

Rusya'nın Ukrayna'yı işgali, Avrupa ülkelerinin savunma harcamalarını artırma sürecini hızlandırmıştır. SIPRI verilerine göre, Rusya ve Ukrayna dahil Avrupa'nın toplam savunma harcamaları 2025'te reel olarak %14 artışla 864milyar USD'ye ulaşmış olup, bu tutarın 559milyar USD'si Avrupalı NATO üyelerine aittir. Rusya'nın savunma sanayii üretimini artırması, Avrupa'nın başta zırhlı araçlar, topçu sistemleri, mühimmat, İHA ve hava savunma sistemleri olmak üzere çeşitli alanlardaki üretim kapasitesi eksikliklerini daha belirgin hale getirmiştir.

Ülkelere Göre Askeri Harcamalar, 2025 (Cari Fiyatlarla, Milyar USD)



Kaynak: SIPRI, 2025



NATO müttefikleri, Haziran 2025'teki Lahey Zirvesi'nde 2035 yılına kadar GSYH'nin %5'ini savunma ve güvenlikle ilgili harcamalara ayırmayı taahhüt etmiştir. Bu hedefin en az %3,5'i temel savunma harcamalarını, %1,5'e kadarlık bölümü ise kritik altyapı, siber güvenlik ve savunma sanayii kapasitesinin geliştirilmesi gibi alanları kapsamaktadır.

Temmuz 2026'da Türkiye'nin ev sahipliğinde Ankara'da düzenlenen NATO Zirvesi'nde söz konusu hedefler teyit edilirken, savunma sanayii üretim kapasitesinin artırılması ve tedarik süreçlerinin hızlandırılması öncelikli konular arasında yer almıştır.

AB'nin ReArm Europe/Readiness 2030 planı ise savunma yatırımları için 800mlr EUR'ya kadar kaynak yaratılmasını hedeflemekte olup, bunun 150mlr EUR'luk kısmı SAFE kredi mekanizması kapsamında sağlanacaktır. Ancak bu kaynakların fiili harcamalara ve yeni siparişlere dönüşmesi, ülkelerin bütçe kararlarına ve yatırım programlarının uygulama takvimine bağlı olacaktır.

Avrupa'nın 2030 hedeflerine ulaşması için savunma harcamalarını artırması gerekiyor

SIPRI verilerine göre, Avrupa'nın başlıca savunma sistemleri ithalat hacmi 2021–25 döneminde önceki beş yıllık döneme kıyasla %210 artmış ve Avrupa, 1960'lardan bu yana ilk kez dünyanın en büyük ithalatçı bölgesi konumuna gelmiştir. Avrupalı NATO üyelerinin ithalatı ise aynı dönemde %143 artmış toplam ithalatın %58'i ABD'den karşılanmıştır. Bununla birlikte Avrupa, güçlü bir savunma sanayii üretim ve ihracat kapasitesine de sahiptir. AB ülkeleri, 2021–25 döneminde küresel savunma sistemleri ihracat hacminin %28'ini oluşturmuş olup, Fransa, Almanya, İtalya ve İspanya'nın payları sırasıyla %9,8, %5,7, %5,1 ve %2,3 olarak gerçekleşmiştir.

Savunma harcamalarındaki artışa rağmen Avrupa'nın mevcut üretim kapasitesi, 2030 yılı için belirlenen savunma hazırlık hedeflerine ulaşmak açısından henüz yeterli değildir. Avrupa Savunma Ajansı'nın (EDA) Eylül 2026'da üye ülkelere sunduğu ilk Savunma Hazırlık Raporu, özellikle hava ve füze savunması, kara ve deniz sistemleri, mühimmat ve İHA alanlarındaki kapasite eksikliklerinin devam ettiğini ortaya koymaktadır. AB'nin Savunma Hazırlık Beyaz Kitabı ise entegre hava ve füze savunması ile elektronik harp dahil yedi öncelikli alan belirlemekte ve üretim kapasitesinin artırılması için uzun vadeli siparişlerin önemini vurgulamaktadır.

Öncelikli Alan	Kapsam
Hava ve füze savunması	Uçaklara, seyir ve balistik füzeler ve dronlara karşı entegre, katmanlı koruma.
Topçu sistemleri	Kara hedeflerine hassas vuruş için modern topçu ve uzun menzilli füzeler.
Mühimmat ve füzeler	Zamanında ikmal için stratejik stoklar ve yeterli üretim kapasitesi.
Dron ve dron karşıtı sistemler	Hava, kara ve deniz operasyonları için insansız sistemler ile dron karşıtı kabiliyetler.
Askeri hareketlilik	AB ve ortak ülkeler genelinde asker ve teçhizatın hızlı intikalini sağlayan ulaşım ağları.
Yapay zeka, kuantum, siber ve elektronik harp	Askeri yapay zeka ve kuantum teknolojileri, taarruz ve savunma amaçlı siber kabiliyetler ile elektromanyetik spektrumun kontrolü.
Stratejik destek unsurları ve kritik altyapının korunması	Havada yakıt ikmal, stratejik hava nakliyesi, uzay varlıkları ve kritik altyapının korunması.

Kaynak: Avrupa Savunması Beyaz Kitabı – Readiness 2030

Avrupa'nın 2030 hedefleri doğrultusunda savunma sistemleri tedarikini hızlandırmasını bekliyoruz. Belirlenen öncelikli alanlar ASELSAN'ın hava savunma, radar, elektronik harp, elektro-optik ve komuta kontrol sistemlerinden oluşan ürün portföyüyle büyük ölçüde örtüşmektedir. Bununla birlikte, AB'nin kendi savunma sanayiini geliştirmeye ve ortak tedarike verdiği öncelik nedeniyle bu talebin ASELSAN açısından yeni sözleşmelere dönüşmesi, yerel ortaklıkların geliştirilmesine ve ilgili tedarik programlarına katılım koşullarının karşılanmasına bağlı olacaktır.



ASELSAN küresel savunma sıralamasında üç basamak yükselerek 40. sıraya yerleşti

Savunma gelirleri esas alınarak hazırlanan Defense News 2026 Top 100 listesinde ASELSAN, üç basamak yükselerek 40. sıraya yerleşmiş ve Türkiye'nin en büyük savunma sanayii şirketi konumunu korumuştur. Türkiye'den beş şirketin yer aldığı listede TUSAŞ 48'inci, ROKETSAN ise 64'üncü sırada bulunmaktadır. Başta Oğulbey olmak üzere devam eden kapasite yatırımlarının, büyüyen bakiye iş yükünün daha yüksek teslimat hacmine ve hasıllata dönüşmesini desteklemesini bekliyoruz. Önümüzdeki yıllarda öngördüğümüz güçlü hasılat büyümesinin, ASELSAN'ın küresel sıralamadaki konumunu daha da güçlendirebileceğini düşünüyoruz.

2026 – En Büyük 100 Savunma Sanayii Şirketi

2026 Sıralaması	2025 Sıralaması	Şirket	Ülke	2025 Ciro (mn USD)	2025 Savunma Gelirleri (mn USD)	2024 Ciro (mn USD)	2024 Savunma Gelirleri (mn USD)	2025 Savunma Gelirlerinin Toplam Cirodaki Payı
1	1	Lockheed Martin	ABD	\$75,048	\$72,137	\$71,043	\$68,390	96%
2	2	RTX	ABD	\$68,600	\$46,000	\$80,700	\$43,000	52%
3	5	General Dynamics	ABD	\$52,600	\$39,400	\$47,700	\$36,400	75%
4	4	Northrop Grumman	ABD	\$41,954	\$37,037	\$41,033	\$36,631	88%
5	6	BAE Systems	Birleşik Krallık	\$37,333	\$36,000	\$33,604	\$32,300	96%
6	7	The Boeing Company	ABD	\$89,643	\$35,742	\$66,517	\$31,750	40%
7	Yeni	Aviation Industry Corporation of China (AVIC)	Çin	\$86,041	\$32,266	\$81,260	\$30,473	37%
8	9	L3Harris Technologies	ABD	\$21,865	\$17,391	\$21,325	\$16,982	80%
9	13	Leonardo	İtalya	\$22,012	\$15,629	\$19,229	\$13,823	71%
10	14	Airbus	Hollanda/Fransa	\$82,844	\$15,124	\$74,736	\$12,705	18%
11	11	China North Industries Corporation (NORINCO)	Çin	\$66,496	\$14,430	\$61,570	\$13,361	22%
12	10	Thales	Fransa	\$24,984	\$13,808	\$22,223	\$15,901	55%
13	16	Hill	ABD	\$12,484	\$12,301	\$11,535	\$11,527	99%
14	15	Leidos	ABD	\$17,174	\$11,982	\$16,662	\$11,558	70%
15	18	Rheinmetall AG	Almanya	\$11,213	\$11,213	\$8,350	\$8,350	100%
16	22	Hanwha	Güney Kore	\$52,600	\$10,438	\$40,845	\$6,817	20%
17	8	China State Shipbuilding Corporation (CSSC)	Çin	\$51,034	\$10,207	\$49,631	\$9,926	20%
18	17	Amentum	ABD	\$14,400	\$8,300	\$13,900	\$8,500	58%
19	19	Booz Allen Hamilton	ABD	\$11,217	\$7,969	\$11,980	\$7,810	71%
20	26	Saab	İsveç	\$8,065	\$7,498	\$6,027	\$5,545	93%
21	21	Elbit Systems Ltd	İsrail	\$7,939	\$7,413	\$6,828	\$6,274	93%
22	20	CACI International Inc	ABD	\$8,764	\$7,293	\$8,132	\$7,267	83%
23	24	Honeywell	ABD	\$37,440	\$7,220	\$34,498	\$6,091	19%
24	60	China Aerospace Science & Tech. Corp. (CASC)	Çin	\$33,524	\$7,174	\$34,096	\$7,297	21%
25	23	GE Aerospace	ABD	\$45,855	\$6,574	\$38,702	\$6,109	14%
40	43	ASELSAN ELEKTRONİK SAN. ve TİC. A.Ş.	Türkiye	\$4,563	\$4,464	\$3,657	\$3,542	98%

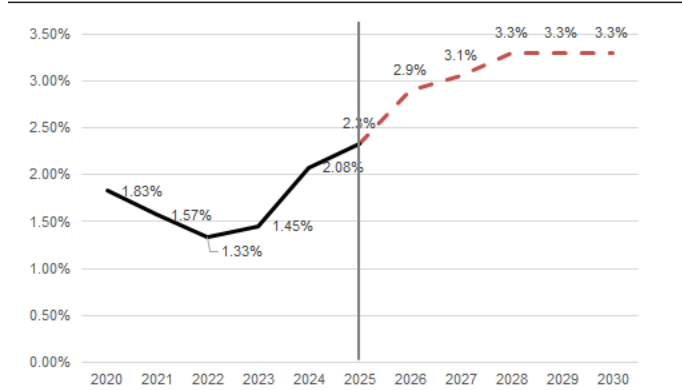
Kaynak: Defense News

Türkiye'de savunma harcamalarının artmaya devam etmesini bekliyoruz

NATO'nun Temmuz 2026 tahminlerine göre Türkiye'nin savunma harcamalarının GSYH'ye oranının 2026'da %2,85 seviyesine ulaşması beklenmektedir. Modelimizde bu oran, NATO'nun 2035 yılı için belirlediği %3,5'lik temel savunma harcaması hedefi doğrultusunda kademeli olarak artacağını öngörüyoruz. Savunma bütçesindeki artışın özellikle hava ve füze savunması, radar, elektronik harp, haberleşme ve komuta kontrol sistemlerine yönelik yatırımları desteklemesini bekliyoruz.

Son yıllarda yaşanan çatışmalar, insansız sistemler, elektronik harp ve katmanlı hava savunma sistemlerinin önemini artırırken Türkiye'nin büyük savunma programlarına yönelik yatırımları da devam etmektedir. Başta Çelik Kubbe olmak üzere SİPER, KAAAN, HÜRJET ve ALTAY gibi farklı geliştirme ve üretim aşamalarındaki programların önümüzdeki yıllarda yerli savunma sanayii şirketlerinin siparişlerini desteklemesini bekliyoruz. ASELSAN'ın söz konusu programların önemli bir bölümünde radar, elektronik harp, aviyonik ve diğer elektronik sistemlerin ana tedarikçileri arasında yer alması nedeniyle artan savunma harcamalarından önemli ölçüde faydalanacağını düşünüyoruz.

Türkiye Savunma Harcamalarının GSYH'ye oranı (%)



Kaynak: NATO, Global Menkul Değerler

Orta Vadeli Program (OVP) yurt içi savunma sanayi yatırımlarını destekliyor

Türkiye'nin 2027–2029 Orta Vadeli Programı (OVP), savunma sanayiinde yerli üretim ve Ar-Ge kapasitesinin geliştirilmesine, kritik teknolojilerde dışa bağımlılığın azaltılmasına ve yerlilik oranının artırılmasına öncelik vermektedir. Program kapsamında kamu alımlarında uzun vadeli ve öngörülebilir talep oluşturulması da hedeflenmektedir. Bu yaklaşımın, büyük savunma programlarının geliştirme aşamasından seri üretime geçmesiyle birlikte ASELSAN'ın yeni siparişlerini ve mevcut bakiye iş yükünün sürekliliğini desteklemesini bekliyoruz.

Savunma harcamaları, merkezi yönetim bütçesinin yanı sıra Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) tarafından yönetilen Savunma Sanayii Destekleme Fonu (SSDF) aracılığıyla finanse edilmektedir. SSDF, gelir ve kurumlar vergisi, motorlu taşıtlar vergisi ile veraset ve intikal vergisinden ayrılan yasal paylar ve bütçeden aktarılan kaynaklarla desteklenmekte olup, savunma sistemlerinin tedariki, Ar-Ge faaliyetleri ve yerli üretim kapasitesinin geliştirilmesi için ilave bir finansman kaynağı oluşturmaktadır.

OVP kapsamındaki seçili savunma ve güvenlik ödeneklerini (SSDF hariç) topladığımızda, 2027–2029 döneminde sırasıyla 49,1mlr USD, 51,8mlr USD ve 55,6mlr USD tutarında kaynak hesaplıyoruz. Bu rakamlar USD bazında yıllık bileşik %6,4 artışa karşılık gelmektedir. İlave program finansmanı ve ek ödeneklere ilişkin varsayımlarımızı dahil ettiğimizde ise toplam kaynak tahminlerimiz sırasıyla 52,0mlr USD, 58,6mlr USD ve 61,1mlr USD'ye yükselmektedir.

Savunma Harcaması Varsayımları	2026	2027	2028	2029
Nominal GSYH (mlr USD)	1.641	1.705	1.776	1.851
GSYH Büyümesi	%3,0	%3,9	%4,2	%4,2
Savunma Harcaması / GSYH	%2,9	%3,1	%3,3	%3,3
Savunma Harcaması (mlr USD)	47,6	52,0	58,6	61,1
Orta Vadeli Program Hedefleri				
Nominal GSYH (mlr USD)	1.655	1.724	1.804	1.894
GSYH Büyümesi	%3,3	%4,2	%4,6	%5,0
Savunma Harcaması / GSYH	%2,9	%2,8	%2,9	%2,9
Savunma Harcaması (mlr USD)	47,7	49,1	51,8	55,6

Kaynak: OVP, Global Menkul Değerler

Temmuz 2026'da Ankara'da düzenlenen NATO Zirvesi'nde Çelik Kubbe projesi için 24mlr USD ilave bütçe ayrıldığına açıklanması, Türkiye'nin hava ve füze savunma sistemlerine verdiği önceliği göstermektedir. Eylül 2026'da açıklanan 2027–2029 OVP kapsamında savunma harcamalarında %229 artış öngörülmesi de bu yaklaşımı desteklemektedir. Bununla birlikte, söz konusu artışın hesaplama bazı ve ilave kaynakların yıllara göre dağılımı henüz netleşmemiştir. Bu gelişmelerin, önümüzdeki dönemde savunma programlarına ayrılacak toplam kaynağın temel bütçe ödeneklerinin üzerine çıkabileceği yönündeki beklentimizi desteklediğini düşünüyoruz.

Türkiye'nin savunma harcamalarını belirleyen başlıca programlar

Program	Alan	Takvim	Süreklilik
Çelik Kubbe	Hava savunma	2025 – 2030'ların ortası	Her yıl seri üretim sözleşmeleri modernizasyon
KAAN savaş uçağı	Hava	2028'den itibaren seri teslimat, 2040'lara uzanıyor	On yıllar boyunca partiler halinde üretim
HÜRJET eğitim uçağı	Hava	2027–35	Parti bazlı üretim
İstif sınıfı fırkateynler (MİLGEM)	Deniz	8 gemi, 2025–30	Yılda birden fazla gemi
HİSAR sınıfı açık deniz karakol gemileri	Deniz	10 gemi, 2026'dan itibaren	Yılda yaklaşık bir gemi
TF-2000 hava savunma muhribi	Deniz	İlk gemi 2025'te başladı, 8 adede kadar planlanıyor, 2030–40	Fırkateynlerin ardından, gemi gr
Denizaltılar (Reis sınıfı, MİLDEN)	Deniz	6 Reis sınıfı teslimat sürecinde, MİLDEN 2040'a kadar	Her seferinde bir denizaltı
MUGEM uçak gemisi	Deniz	Teslimat hedefi 2032	Tek gemi
ALTAY tankı	Kara	250 tank, 2025–32	Yeni partiler bekleniyor
Yeni Nesil Zırhlı Araç (YNA)	Kara	İlk teslimatlar 2027–28	Kademeli filo yenileme

Kaynak: Milli Savunma Bakanlığı



Yerileşme tedarik güvenliğini, maliyet kontrolünü ve sistem entegrasyonunu güçlendiriyor

Türkiye'nin ambargo deneyimleri, kritik savunma sistemlerine erişimi yalnızca finansman sağlamakla garanti edemeyeceğini gösterdi. Yerli tasarım ve üretim, teslim takvimleri, yedek parça ve modernizasyon üzerinde daha fazla kontrol sağlarken, ihracat kısıtlamaları ile ilgili yaşanabilecek sıkıntıları da en aza indirmektedir. SSB Başkanı Haluk Görgün Eylül 2026'da savunma sanayiinde yerlilik oranının %83'e ulaştığını açıkladı; ancak bazı kritik teknoloji ve malzemelerde dışa bağımlılık halen sürmektedir.

ASELSAN için yerileşme ülke güvenliği kadar karlılık açısından da önemli. İthal bileşenlerin şirket içi veya yerli tedarikle ikamesi %27–28 FAVÖK marjı varsayımımızın temel sebeplerinden biri.

Yerileşme üretim süreçlerinin takibi ve sistem entegrasyonunu da kolaylaştırıyor. Çelik Kubbe, ASELSAN'ın sensörlerini, elektronik harp ve hava savunma sistemlerini tek bir yerli mimaride birleştirerek ortak bileşenlerin platformlar arasında yeniden kullanılmasını sağlıyor. Kurulu taban büyüdükçe bakım ve modernizasyonun yeni teslimatlara ek tekrarlayan gelir yaratmasını bekliyoruz.

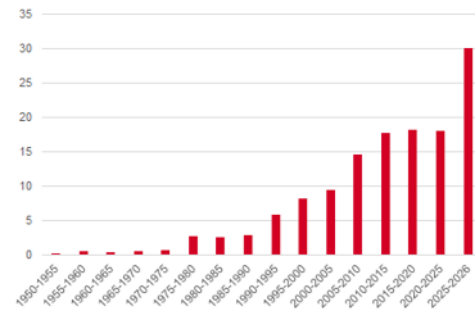
Yıl	Yerlilik oranı	Kaynak
2002	Yaklaşık %20	Resmi programda belirtilen tarihsel başlangıç düzeyi
2021	%71,2	2023 Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı
2022	%73,4	SSB Başkan Yardımcısı açıklaması
2023	%80,4	SSB 2024 Faaliyet Raporu
2024	%81,3	SSB 2025 Faaliyet Raporu
2026	83.0%	SSB Başkanı açıklaması
2028	85.0%	Stratejik Plan hedefi

Kaynak: SSB

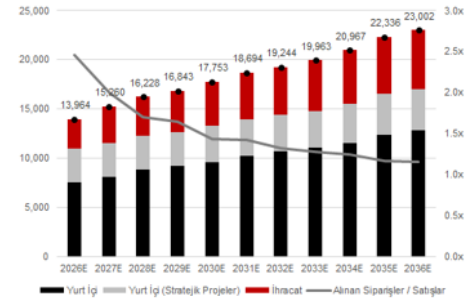
ASELSAN Türkiye'nin savunma harcamalarından yaklaşık %20 pay almaktadır

Modelimizde Türkiye'nin savunma harcamaları, NATO'nun temel savunma hedefiyle uyumlu olarak 2026'daki GSYH'nin %2,9'undan 2035'te %3,5'ine çıkmaktadır. Stratejik programlar dahil ASELSAN için yurt içi sipariş tahminlerimiz bu bütçenin yaklaşık %20'sine denk gelmektedir. Türkiye kendi kuvvetleri için sistem geliştirmekten ihracata geçerken ASELSAN'ın neredeyse tüm milli programlardaki varlığının bakiye sipariş görünürlüğünü yüksek, sözleşme akışını istikrarlı tutmasını bekliyoruz.

Türkiye'nin Askeri Harcamaları (5 yıllık ortalama) - (milyar USD)



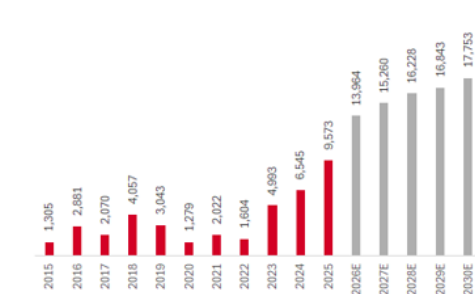
Kaynağına göre yeni siparişler ve yeni sipariş/satış oranı



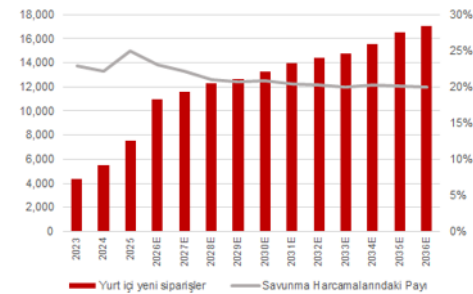
Kaynak: SIPRI, ASELSAN, Global Menkul Değerler

ASELSAN'ın toplam sipariş alımı 2026'daki 13.964 mn USD'den 2028'de 16.228 mn USD'ye, 2036'da 23.002 mn USD'ye çıkmasını (yıllık yaklaşık %5 büyüme) bekliyoruz.

Yeni Siparişler (USD mn)



Yurt içi yeni siparişler / Türkiye savunma harcamaları (%)



Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

ASELSAN, Türkiye'nin başlıca hava, kara ve deniz savunma programlarında birden fazla kritik sistemin tedarikçisi olarak önemli bir konuma sahiptir. Şirketin radar, elektronik harp, elektro-optik, aviyonik, haberleşme, muharebe yönetimi ve sistem entegrasyonu alanlarındaki katkısını dikkate aldığımızda, platformların toplam değerindeki payını başlıca hava ve kara programlarında yaklaşık %25–30, seçili deniz programlarında ise %35–40 olarak tahmin ediyoruz.

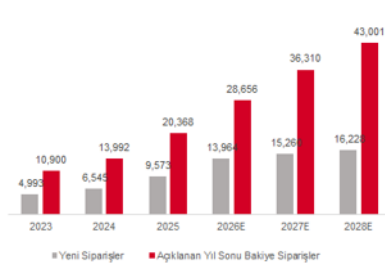
ASELSAN'ın bu programlardaki geniş ürün ve sistem portföyü, yalnızca ilk geliştirme ve teslimat aşamalarında değil, seri üretim, ilave platform siparişleri ve modernizasyon süreçlerinde de yeni sözleşme fırsatları yaratmaktadır. Büyük ölçekli sözleşmelerin imza takvimlerine bağlı olarak yıllık yeni sipariş tutarlarında dalgalanmalar görülebilse de mevcut programların kapsamının genişlemesi ve üretim adetlerinin artmasının ASELSAN'ın uzun vadeli bakiye iş yükünü desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Platform grubu	Başlıca programlar	ASELSAN'ın sağladığı sistemler	ASELSAN'ın tahmini payı
Hava platformları	KAAN, HÜRJET, ATAK-2, GÖKBEY, ANKA-3	Radar, aviyonik, elektronik harp, elektro-optik ve haberleşme sistemleri	25–30%
Kara platformları	ALTAY, Yeni Nesil Araçlar, FIRTINA-II	Atış kontrol, elektro-optik, uzaktan komutalı silah, haberleşme ve aktif koruma sistemleri	25–30%
Deniz platformları	MİLGEM, TF-2000, MİLDEN, HİSAR sınıfı açık deniz karakol gemileri, Milli Hücumbot	Savaş yönetim, radar, sonar, elektronik harp, elektro-optik ve haberleşme sistemleri ile silah entegrasyonu	35–40%
Entegre hava savunma	Çelik Kubbe, SİPER, HİSAR, KORKUT	Radar, komuta kontrol, atış kontrol, elektronik harp, elektro-optik ve hava savunma sistemleri	Ana yüklenici / sistem entegratörü
Taktik haberleşme ve C4I	TASMUS / taktik haberleşme mimarisi	Telsiz, güvenli haberleşme, ağ ve komuta kontrol sistemleri	Ana yüklenici / sistem entegratörü

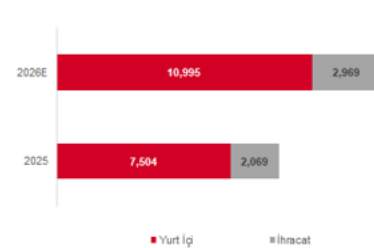
Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

ASELSAN'ın 3Ç26'da, kamuya açıklanan 3,1mlr USD'lik sözleşmeler dahil, toplam 3,4mlr USD tutarında yeni sipariş aldığını tahmin ediyoruz. Böylece 9A26 döneminde toplam yeni siparişlerin 8,3mlr USD'ye ulaştığını hesaplıyoruz. Şirketin 1 Ekim'den bu yana açıkladığı 4,9mlr USD tutarındaki ilave sözleşmeler, yılın son çeyreğinde sipariş girişinin hızlandığını göstermektedir. 2026T için yeni siparişlerin yıllık %46 artışla 14,0mlr USD'ye, yıl sonu bakiye iş yükünün ise 2025 sonundaki 20,4mlr USD seviyesine kıyasla yaklaşık %41 artışla 28,7mlr USD'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Yeni Siparişler (USD mn)



2025–2026 yeni siparişlerin dağılımı (USDmn)



Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler



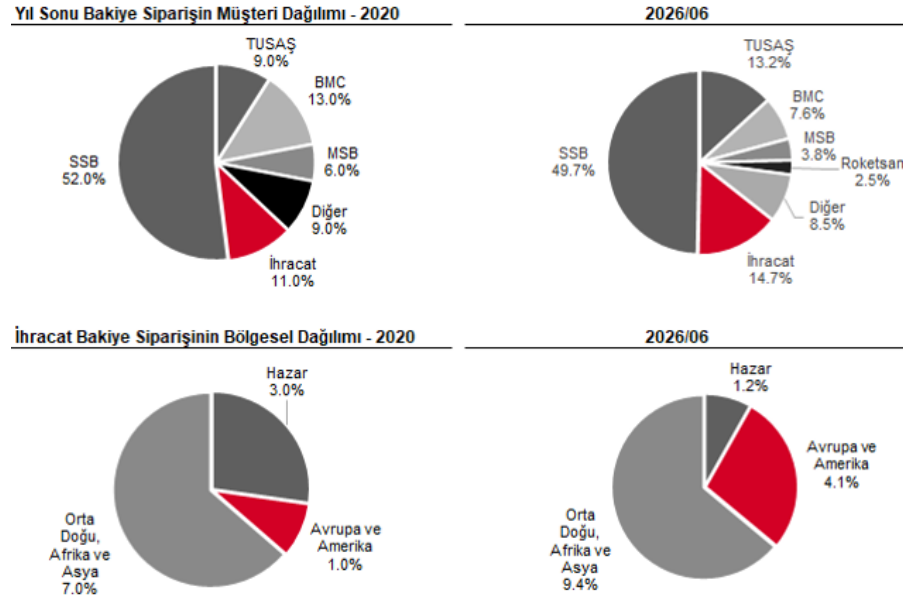
Haziran 2026 itibarıyla Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB), toplam bakiye iş yükündeki %50 payıyla ASELSAN'ın en büyük müşterisi konumundadır. Bu oran, 2025 sonundaki %43 seviyesinden yükselmiş olup, SSB ile 1Y26'da imzalanan 2,6mlr USD tutarındaki yeni sözleşmeler bu artışta etkili olmuştur. Söz konusu sözleşmelerin yaklaşık üçte biri hava savunma sistemlerine, geri kalanı ise kent güvenliği, kamu güvenliği haberleşmesi ve radar projelerine yöneliktir. SSB kaynaklı bakiye iş yükünün diğer müşterilere kıyasla daha hızlı büyümesiyle TUSAŞ ve BMC'nin toplam içindeki payları gerilemiştir. Yurt içindeki kamu kurumları ve yerli ana yükleniciler birlikte ASELSAN'ın toplam bakiye iş yükünün yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır.

Müşteri	Tam unvanı ve faaliyet alanı	Bağlıca sipariş kategorileri	2025 yıl sonu bakiye sipariş payı	Haziran 2026 bakiye sipariş payı
SSB	Savunma Sanayii Başkanlığı, Savunma tedariki, program finansmanı ve sanayinin gelişiminden sorumlu kamu kurumu.	Hava savunma, radar, güdüm ve haberleşme	43%	50%
TUSAŞ	Türk Havacılık ve Uzay Sanayii A.Ş. Uçak, helikopter, insansız hava aracı ve uzay sistemlerinin geliştirilmesi ve üretimi.	Uçak elektroniği ve aviyonik	16%	13%
BMC	BMC Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. / BMC Savunma Sanayii ve Ticaret A.Ş. ALTAY dahil askeri araç ve tank üretimi.	Zırhlı araç elektroniği ve silah sistemleri	9%	8%
MSB	Milli Savunma Bakanlığı, Silahlı kuvvetlerin teçhizat tedariki ve desteği dahil milli savunmadan sorumlu bakanlık.	Askeri teçhizat ve sistemler	4%	4%
ROKETSAN	Roketsan Roket Sanayii ve Ticaret A.Ş. Roket, füze ve güdümlü mühimmat geliştirme ve üretimi.	Hava savunma alt sistemleri	a.d.	3%
TAIS-STİM İş Ortaklığı	TAIS Tersaneleri ve STM Savunma Teknolojileri Mühendislik ve Ticaret A.Ş. MILGEM frigateylerinin inşa ve entegrasyonu için kurulan iş ortaklığı.	Deniz platformlarına yönelik savaş sistemleri ve elektronik sistemler	3%	a.d.

Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

İhracat siparişlerinde güçlü büyüme

ASELSAN'ın yeni ihracat siparişleri, artan küresel savunma talebinin de katkısıyla 2025'te iki katından fazla artarak 2,07mlr USD'ye ulaşmıştır. Polonya ile imzalanan 410mn USD tutarındaki elektronik harp sözleşmesi, şirketin Avrupa pazarındaki konumunu güçlendiren önemli bir gelişme olurken, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'da genişleyen savunma iş birliklerinin önümüzdeki dönemde yeni ihracat siparişlerini desteklemesini bekliyoruz.



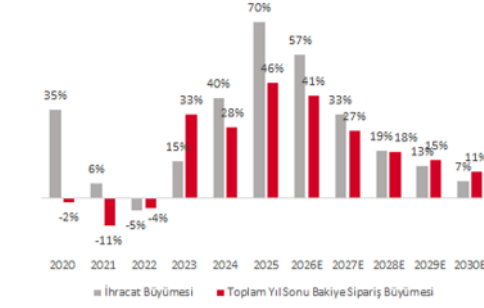
Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

Uluslararası müşterilerin giderek daha fazla entegre savunma çözümü aradığı bir ortamda ASELSAN'ın artan teslimat geçmişi, rekabetçi fiyatlaması ve büyük Türk savunma programlarındaki deneyiminden fayda sağlamasını bekliyoruz.

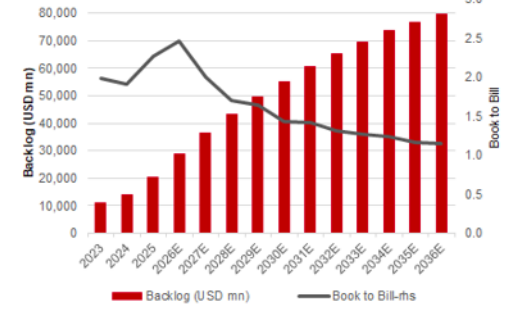
Yeni uluslararası sözleşmelerin 2030'da 4.504 mn USD'ye ulaşmasını (2025'ten itibaren %16,8 YBBO) bekliyoruz. Süren sözleşme kazanımları ve mevcut siparişlerin teslimatıyla ihracatın hasılat katkısının artmasını ve talebin yurt içi alımların ötesinde çeşitlenmesini bekliyoruz.



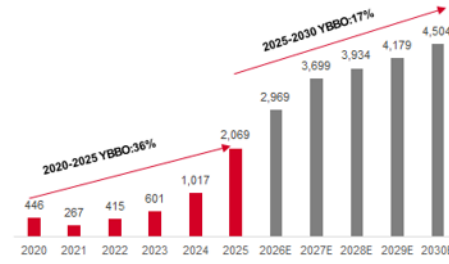
Toplam ve ihracat bakiye siparişlerinde büyüme



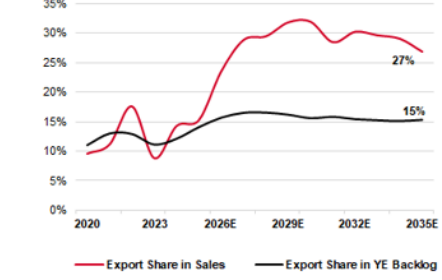
Bakiye siparişler ve yeni sipariş/satış oranı



Yeni ihracat sözleşmeleri (USDmn)



İhracat Performansı



Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

Tahminlerimizde ihracat siparişlerinin, özellikle uzun soluklu büyük stratejik projelere kıyasla, hasılatı daha hızlı dönüştüğünü varsayıyoruz. Tahmin dönemimizde ihracatın **satışların yaklaşık %30'unu** oluşturmasını bekliyoruz; bu oran **2025'te %15** idi.

Tarih	Kapsam	Tutar (USDmn)
01.10.2026	Uzun menzilli hava savunma sistemi seri üretimi (SSB)	1,134
02.10.2026	Açıklanmayan yurt dışı müşteriyle ihracat sözleşmesi	549
05.10.2026	Hibrit hava savunma sistemleri (SSB); ASELSAN tarihinin en büyük tek sözleşmesi	2,756
06.10.2026	Açıklanmayan yurt dışı müşteriyle ihracat sözleşmesi	158
07.10.2026	Radar sistemleri tedariki (SSB)	195
08.10.2026	Açıklanmayan yurt dışı müşteriyle ihracat sözleşmesi	125
Toplam		4,917

Mekke Ortak Savunma Anlaşması ihracat fırsatlarını artırabilir

Türkiye, Suudi Arabistan ve Pakistan arasında 7 Ağustos 2026'da imzalanan Mekke Ortak Savunma Anlaşması, taraflardan birine yönelik saldırının tümüne yapılmış sayılmasını öngörürken, ortak teknoloji geliştirme, üretim ve tedarik alanlarında savunma iş birliğinin artırılmasını hedeflemektedir. **Ekim 2026'da anlaşmanın uygulanmasına yönelik atılan adımların, Türkiye ile Suudi Arabistan arasındaki savunma sanayii ilişkilerini güçlendirerek ASELSAN açısından yeni ihracat fırsatları yaratabileceğini düşünüyoruz.**

Suudi Arabistan, 2026 bütçesinde savunma harcamalarına yaklaşık 64milyar USD (240milyar SAR) kaynak ayırmış olup, 2030 yılına kadar savunma sistemleri ve hizmetlerine yönelik harcamalarının %50'den fazlasını yerli üretimle karşılamayı hedeflemektedir. ASELSAN'ın ülkedeki mevcut iş birlikleri arasında, 2023 yılında NCMS ile Bayraktar AKINCI İHA'larında kullanılan elektro-optik sistemlere yönelik imzalanan anlaşma ve Temmuz 2025'te SAMI ile taret sistemlerinin yerel üretimi ve teknoloji transferine yönelik yapılan anlaşma bulunmaktadır. Bu ortaklıkların, şirketin yeni savunma projelerine katılımını desteklemesini bekliyoruz.

Suudi Arabistan'ın son yıllarda maruz kaldığı İHA ve füze saldırıları, özellikle katmanlı hava savunma, radar ve elektronik harp sistemlerine yönelik ihtiyacı artırmaktadır. ASELSAN'ın HİSAR ve KORKUT gibi hava savunma sistemleri ile mevcut yerel ortaklıklarının yeni sözleşme fırsatları yaratabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, söz konusu iş birliklerinin finansal katkısı yeni sözleşmelerin kapsamına ve yerel üretim koşullarına bağlı olacaktır.

Oğulbey Yatırımıyla Üretim ve Teslimat Kapasitesi Artıyor

ASELSAN'ın büyüyen bakiye iş yükü ve büyük savunma programlarının seri üretim aşamasına geçmesi, üretim kapasitesinde önemli bir artışı gerekli kılmaktadır. Bu kapsamda Oğulbey Teknoloji Üssü ve mevcut tesislerde devam eden yatırımların, şirketin teslimat hacmini artırmasını ve yeni siparişlerin satış gelirlerine dönüşümünü hızlandırmasını bekliyoruz. Ayrıca üretim kapasitesinin yanı sıra mühendislik, sistem entegrasyonu ve test altyapısının genişletilmesinin büyük ölçekli savunma programlarının teslimat süreçlerini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Ankara'nın Gölbaşı ilçesinde yaklaşık 6,5mn m² alan üzerine kurulan Oğulbey Teknoloji Üssü'nün temeli, 1,5mlr USD tutarındaki yatırım programı kapsamında Ağustos 2025'te atılmıştır. Tesiste 585.000 m² kapalı alan planlanmakta olup, bunun 132.000 m²'si temiz oda, laboratuvar ve üretim alanlarından oluşacaktır. Başta Çelik Kubbe olmak üzere hava savunma sistemlerinin üretimine odaklanacak yatırımın tamamlandığında ASELSAN'ın seri üretim kapasitesini yaklaşık iki katına çıkarması beklenmektedir. Ağustos 2026 itibarıyla tesisin ilk fazında üretim faaliyetleri başlamıştır.



Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

ASELSAN, Oğulbey yatırımı ek olarak 280mn USD tutarındaki yatırımla 14 yeni tesisi devreye almış ve üretim kapasitesini %40 artırmıştır. Radar, elektro-optik, güdüm ve sualtı sistemlerine yönelik yatırımların da önümüzdeki dönemde üretim hacmini desteklemesini bekliyoruz. Kapasite artışına paralel olarak çalışan sayısının da yükselmesini öngörüyoruz. Haziran 2026 itibarıyla 17.024 çalışanı bulunan ASELSAN'da mühendisler, Mart 2026 verilerine göre toplam istihdamın %66'sını oluşturmaktadır. Yeni tesislerin devreye girmesiyle çalışan sayısının 20.000'i aşmasını, şirketin 46 ilde 3.000'in üzerinde firmadan oluşan yerli tedarikçi ağına ise artan üretim ihtiyacını desteklemesini bekliyoruz.

Modelimizde Oğulbey için 2026–2032T döneminde toplam 2,19mlr USD yatırım harcaması öngörüyor, bunun 1,41mlr USD'lik bölümünün (%64) 2027 sonuna kadar gerçekleşeceğini varsayıyoruz. Yatırımın %50'sinin borçla finanse edilmesini bekliyoruz. Yatırım harcamaları ilk yıllarda yoğunlaşırken yeni üretim hatlarının kademeli olarak devreye girmesiyle satış gelirlerine katkının özellikle 2027T'den itibaren artacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte yeni siparişlerin yıllık satış gelirlerinin üzerinde kalmaya devam etmesini ve bakiye iş yükünün tahmin dönemimiz boyunca büyümesini bekliyoruz.

Yatırım Planı	Yatırım Harcaması (mn USD)	Borç Oranı	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Oğulbey	2,190	50%	590	820	310	210	160	50	50

Kaynak: Global Menkul Değerler

Çelik Kubbe – Sistemlerin Sistemi

Çelik Kubbe, Türkiye'nin radar, elektro-optik, elektronik harp ve hava savunma sistemlerini ortak bir komuta kontrol altyapısında birleştiren entegre bir hava savunma sistemidir. KORKUT, HİSAR ve SİPER gibi farklı menzil ve irtifalarda görev yapan sistemler, İHA, uçak ve füze tehditlerine karşı çok katmanlı savunma sağlarken, yapay zeka destekli yazılımlar tehditlerin tespit edilmesi, takip edilmesi ve önceliklendirilmesinde kullanılmaktadır. Elektronik harp, namlulu hava savunma ve füze sistemlerinin birlikte kullanılması, tehditlere uygun müdahale yöntemlerinin seçilmesine ve özellikle düşük maliyetli hedeflere karşı savunma maliyetlerinin azaltılmasına imkan tanımaktadır.



Kaynak: ASELSAN

ASELSAN, Çelik Kubbe kapsamında radar ve elektronik harp sistemlerinden komuta kontrol yazılımlarına kadar geniş bir ürün portföyüyle yer almaktadır. Türkiye'nin hava savunma kapasitesini genişletmesi, konuşlandırılan sistem sayısının artması ve mevcut sistemlerin modernizasyonu ile Çelik Kubbe'nin uzun yıllar boyunca yeni siparişleri desteklemesini bekliyoruz. Sistemin açık mimarisi, ilerleyen dönemlerde yeni sensörlerin ve hava savunma teknolojilerinin entegre edilmesine de imkan tanımakta olup, ASELSAN açısından ilave büyüme fırsatları sunmaktadır.

NATO katılımı ve uzay kabiliyetleri fırsatları genişletiyor

NATO Destek ve Tedarik Ajansı (NSPA), Mayıs 2025'te 20mn EUR bütçeli Modüler Kara Konuşlu Hava Savunma programının konsept aşaması için ASELSAN'ı Airbus, Lockheed Martin UK, Raytheon ve Thales ile birlikte seçmiştir. Bu gelişmeyi ASELSAN'ın hava savunma ve sistem entegrasyonu alanındaki kabiliyetlerinin uluslararası pazarlarda kabul görmesi açısından önemli buluyoruz. Bununla birlikte, şirketin ilerleyen aşamalarda daha büyük NATO tedarik programlarından pay alması yeni sözleşme kararlarına bağlı olacaktır.

Uzun vadede uzay tabanlı erken uyarı, hedef takibi ve haberleşme sistemlerinin Çelik Kubbe'ye entegre edilmesinin yeni fırsatlar yaratabileceğini düşünüyoruz. ABD'nin Golden Dome projesi, mevcut hava ve füze savunma sistemlerinin uydu tabanlı sensörler ve potansiyel olarak uzay tabanlı önleyici sistemlerle genişletilmesini hedeflemektedir. Benzer bir teknolojik gelişimin Türkiye açısından da mümkün olabileceğini değerlendiriyoruz. ASELSAN'ın TÜRKSAT 6A için geliştirdiği X ve Ku bant haberleşme sistemleri, GÖKTÜRK-3 radar uydusu programındaki rolü ve YAKUD uzay durumsal farkındalık projesi, şirketin bu alandaki mevcut kabiliyetlerini göstermektedir. Bu birikimin önümüzdeki yıllarda uzay destekli savunma programlarında ASELSAN'a yeni iş fırsatları sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Ülke	Savunma yaklaşımı	Temel özellik	Stratejik katkı
İsrail	Nokta / kısa menzilli savunma	Roket, topçu mühimmatı, havan ve diğer kısa menzilli tehditlere karşı savunma.	Belirli bölgelerin ve kritik varlıkların korunması.
Türkiye	Entegre ve katmanlı hava savunma	Farklı menzil ve irtifalarda radar, komuta kontrol, elektronik harp ve önleyici sistemlerin bir ağda birleştirilmesi.	Birbiriyle bağlantılı sistemlerle ülke çapında koruma.
ABD	Uzay unsurlarıyla desteklenen çok alanlı savunma	Kara ve uzay tabanlı algılama, erken ihbar ve takip ile olası uzay tabanlı önleyiciler.	Balistik, hipersonik ve uzun menzilli tehditlerin daha erken tespiti ve daha geniş koruma alanı.

Kaynak: Pentagon, ASELSAN, CNBC, Universidad de Navarra

Platform programları hava savunmanın ötesinde büyüme için önemli bir katalist

ASELSAN'ın Türkiye'nin büyük hava, kara ve deniz platformlarındaki güçlü konumu, Çelik Kubbe dışında da önemli büyüme fırsatları sunmaktadır. Şirketin radar, aviyonik, elektronik harp, haberleşme ve muharebe yönetim sistemlerindeki katkısını dikkate aldığımızda, platformların toplam değerindeki payını başlıca hava ve kara programlarında %25–30, seçili deniz programlarında ise %35–40 olarak tahmin ediyoruz. TUSAŞ önümüzdeki on yılda HÜRJET, GÖKBAY ve ANKA-III dahil yaklaşık 1.500 hava aracı teslim etmeyi hedeflerken, MSB 2026 başında 39 deniz platformunun inşa halinde olduğunu açıklamıştır. Büyük savunma programlarının seri üretime geçmesi ve üretim adetlerinin artmasıyla ASELSAN'ın yeni sistem siparişlerinin yanı sıra bakım, modernizasyon ve sistem güncellemelerinden elde ettiği gelirlerin de artmasını bekliyoruz.

Program	Segment	Zaman çizelgesi	Açıklama ve durum
Çelik Kubbe	Hava savunma	Ağustos 2025'ten bu yana teslimat	İlk teslimat 27 Ağustos 2025'te gerçekleştirilmiştir. 460 mm USD değerinde 47 araç ASELSAN o tarihten bu yana SSB ile 6,0 mR EUR tutarında sözleşme imzalanmıştır (Eylül 2025 – Ekim 2026).
KAAN muharip uçağı	Hava	2028–30	Tedarik sözleşmesi 6 Mayıs 2026'da imzalanmıştır. 20 adet Blok-10 uçağı 2028'den 2030 sonuna kadar Hava Kuvvetlerine teslim edilmesi planlanmaktadır.
HÜRJET jet eğitim uçağı	Hava	Teslim edilecek ilk uçağı 2026'da uçuştur	Hava Kuvvetlerine teslim edilecek ilk uçağı 30 Ağustos 2026'da gerçekleştirecektir. İlk fazda altı uçağı planlanmaktadır.
ALTAY ana muharebe tankı	Kara	2025–28, ardından T2	250 tanklık sözleşme 9 Kasım 2018'de imzalanmıştır. 85 adet T1 tankın 2026'e kadar, 165 adet T2 tankın ise 2028'den itibaren teslim edilmesi planlanmaktadır. İlk seri üretim tankları 28 Ekim 2025'te teslim edilmiştir.
İstif sınıfı fırkateynler	Deniz	2024–27	Sekiz gemi TCG İstanbul 19 Ocak 2024'te hizmete girmiştir. Diğer yedi gemi eş zamanlı olarak inşa edilmekte olup 2026 ve 2027'de hizmete girmeleri planlanmaktadır.
HİSAR sınıfı açık deniz karakol gemileri	Deniz	İlk gemi hizmette	Toplam on gemi TCG Koçhisar filoaya katılmış olup yedinci gemi için sac kesimi yapılmıştır.
TF-2000 muhribi	Deniz	2027'de denize indirme	İlk sac kesimi 17 Aralık 2024'te yapılmıştır. 8.300 tonluk tasarımı. İlk geminin 2027 sonuna kadar denize indirilmesi planlanmaktadır.
Reis sınıfı ve MİLDEN denizaltıları	Deniz	İnşa aşamasında	Reis sınıfı altı denizaltı, TCG Hızırreis filoaya katılmıştır. MİLDEN: İlk milli denizaltısının inşasına Gölçük'te ilk kaynakla başlanmıştır.
MUGEM uçak gemisi	Deniz	2027'de denize indirme, 2032'de teslimat	Denize indirme tarihi 27 Eylül 2027 olarak belirlenmiştir. Teslimatın 2032'de yapılması planlanmaktadır.

Kaynak: ASELSAN, MSB

Sivil telekomünikasyon yeni bir büyüme alanı sunuyor

ASELSAN, yerli mobil şebeke altyapısı geliştiren %51 bağlı ortaklığı ULAK ile telekomünikasyon pazarında yer alıyor. Mayıs 2026'da Türk Telekom ile güvenli akıllı telefon, 5G/6G altyapısı ve Open RAN teknolojilerini kapsayan bir anlaşma imzaladı. Android tabanlı ilk akıllı telefonun 1Y27'de Malatya'da üretilmesi, uzun vadede yerli işletim sistemi ve yonga seti geliştirilmesi planlanıyor.

İlk talebin ağırlıklı olarak kamu ve güvenlik hassasiyeti yüksek kullanıcılardan gelmesini, zamanla ticari kullanımın yaygınlaşmasını bekliyoruz. ASELSAN'ın savunma teknolojisindeki itibarı ve Türk Telekom'un 606 satış noktası pazara giriş için bir başlangıç sunuyor. Kısa vadede finansal katkının sınırlı kalacağını düşünüyor, üretim ölçeği ve talep netleşene kadar akıllı telefon gelirlerini tahminlerimize dahil etmiyoruz.

Katalizörler

- Ek Çelik Kubbe siparişleri. Yeni tedarik paketleri ve seri üretim sözleşmeleri sipariş girişini tahminimizin üzerine çıkarabilir.
- Beklentileri aşan ihracat. Yeni uluslararası sözleşmeler ve tekrar siparişler ihracat büyümesini hızlandırabilir.
- Oğulbey'de hızlı kapasite artışı. Erken devreye alma ve yüksek kapasite kullanımı bakiye sipariş dönüşümünü hızlandırabilir.
- Platform teslimatlarında artış. Hava, kara ve deniz platformu üretimindeki artış ek teçhizat siparişi yaratabilir.
- FAVÖK marjında yukarı yönlü potansiyel. Ürün karması, yerleşme ve ölçek ekonomileri marjı %27–28 tahminimizin üzerine taşıyabilir.

Riskler

- Tedarik gecikmeleri. Bütçe kısıtları veya değişen öncelikler sözleşmelerin gecikmesine yol açabilir.
- Uygulama gecikmeleri. Entegrasyon, test veya kabul sorunları teslimatları erteleyebilir.
- Oğulbey yatırım riskleri. İnşaat gecikmesi, maliyet aşımı veya düşük kapasite kullanımı getirileri zayıflatabilir.
- İşletme sermayesi baskısı. Stok artışı, tahsilatlarda yavaşlama veya müşteri avanslarında düşüş.
- İhracat ve tedarik kısıtları. İhracat kısıtlamaları, fiyat rekabeti ve kritik bileşen sıkıntısı.
- Maliyet enflasyonu ve değerlendirme. Artan maliyetler, yüksek iskonto oranları veya çarpan daralması karlılık ve hisse performansını baskılayabilir.



Piyasa Beklentileri

2026T satış gelirleri tahminimiz Bloomberg beklentilerinin %4 üzerinde seyrederken, FAVÖK ve net kar tahminlerimiz sırasıyla %9 ve %12 daha yüksektir. 2027T satış gelirleri tahminimiz piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu olup, FAVÖK tahminimiz %5 üzerinde, net kar tahminimiz ise %6 altında kalmaktadır. 2026T ve 2027T için sırasıyla %27,0 ve %27,5 olarak öngördüğümüz FAVÖK marjları, piyasa beklentilerinin 1,3 ve 1,4 puan üzerindedir.

12 aylık hedef fiyatımız olan 536,7 TL, 459,9TL olan Bloomberg piyasa beklentisinin %17 üzerindedir. Bu farkın büyük ölçüde uzun vadeli İNA varsayımlarımızdan, özellikle kapasite yatırımlarının teslimat hacmine ve satış gelirlerine sağlayacağı katkıdan kaynaklandığını düşünüyoruz.

BLOOMBERG TAHMİNLERİ

Aselsan (ASELS)	Bloomberg		Global Menkul Değerler		Fark	
(TLmn)	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	279,206	440,819	289,491	441,091	4%	0%
FAVÖK	71,887	115,078	78,163	121,300	9%	5%
Net Kar	51,124	88,453	57,418	83,301	12%	-6%
FAVÖK Marjı	25.7%	26.1%	27.0%	27.5%	1.3 pp	1.4 pp
Net Kar Marjı	18.3%	20.1%	19.8%	18.9%	1.5 pp	-1.2 pp
Hedef Fiyat (TL/hisse)	459.9		536.7		17%	

Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Değerler

3Ç26 Beklentileri

ASELSAN'ın 3Ç26'da satış gelirlerinin yıllık %155 ve çeyreklik %50 artışla 1.695mn USD'ye, FAVÖK'ün yıllık %140 artışla 461mn USD'ye ve net karın yıllık %136 artışla 271mn USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. Satış gelirlerindeki güçlü büyümenin, 3Ç25'teki düşük bazın yanı sıra büyüyen bakiye iş yükü kapsamında hızlanan proje teslimatlarından kaynaklanacağını öngörüyoruz. Tahminlerimiz, 9A26 toplam satış gelirlerinin yaklaşık 3,8mlr USD'ye ulaşacağına ve 3Ç26 FAVÖK marjının %27,2 seviyesinde gerçekleşeceğine işaret etmektedir.

USDmn	3Ç26	3Ç25	2Ç26	Yıllık Değişim	Çeyrek Değişim
Satış Geliri	1,695	666	1,128	154.6%	50.3%
FAVÖK	461	192	305	140.4%	51.4%
Net Kar	271	115	185	136.2%	46.3%
FAVÖK Marjı	27.2%	28.8%	27.0%	-5.6%	0.7%
Net Kar Marjı	16.0%	17.2%	16.4%	-7.2%	-2.6%
İlgili Çeyrekte Alınan Yeni İş	3.4bn	2.9bn	3.4bn	17.2%	0.0%
Alınan Yeni İş / Satışlar (Yıllık)	2.3x	2.5X	2.5x	-8.0%	-8.0%
Kasım'ın ilk haftası açıklanmasını bekliyoruz					

Kaynak: Global Menkul Değerler

Yeni siparişlerdeki güçlü seyir 3Ç26'da da devam etmiş olup, toplam yeni sözleşme tutarının yaklaşık 3,4mlr USD'ye ulaştığını tahmin ediyoruz (3Ç25: 2,9mlr USD; 2Ç26: 3,4mlr USD). 9A26'da toplam 8,3mlr USD yeni sipariş ve yaklaşık 3,8mlr USD satış geliri üzerinden hesapladığımız book/bill oranı 2,3x seviyesindedir. Bu oran, artan proje teslimatlarına rağmen yeni siparişlerin satış gelirlerinin üzerinde seyretmeye devam ettiğini göstermektedir. Ayrıca, 1 Ekim'den bu yana açıklanan 4,9mlr USD tutarındaki yeni sözleşmeler, 4Ç26'ya güçlü bir başlangıç yapıldığına işaret etmektedir.

Yıllar	KAP'ta açıklanan siparişler	Gerçekleşen yeni siparişler	KAP açıklamalarının toplam yeni siparişlere oranı
2017	1,709	2,070	83%
2018	3,936	4,057	97%
2019	2,095	3,043	69%
2020	889	1,279	69%
2021	1,277	2,022	63%
2022	440	1,604	27%
2023	4,621	4,993	93%
2024	4,416	6,545	67%
2025	6,336	9,573	66%
1y26	3,069	4,897	63%
3Ç26T	3,084	3,400	91%

Kaynak: KAP, ASELSAN, Global Menkul Değerler



Değerleme Varsayımları

ASELS (USD mn)	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2036 T
Tahminler							
Net Satışlar	4209.9	5676.3	7605.0	9538.0	10258.4	12421.7	19985.4
SMM	-2870.1	-3814.5	-5050	-6257	-6719	-8124	-13090
Brüt Kar	1339.8	1861.8	2555	3281	3539	4298	6895
Operasyonel Giderler	-365.0	-510.9	-707.3	-896.6	-974.5	-1118.0	-1798.7
Operasyonel Kar	974.8	1351.0	1848	2384	2565	3180	5096
FAVÖK	1104.2	1532.6	2091.4	2651.6	2851.8	3478.1	5396.1
FAVÖK Marjı %	26.2%	27.0%	27.5%	27.8%	27.8%	28.0%	27.0%
Amortisman	129	182	243	267	287	298	300
Satışlara Oranı (%)	3.1%	3.2%	3.2%	2.8%	2.8%	2.4%	1.5%
Faaliyet Karı (FVÖK)	975	1,351	1,848	2,384	2,565	3,180	5,096
Satışlara Oranı (%)	23.2%	23.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.6%	25.5%
Vergi	19.50	27.02	36.96	47.69	51.29	63.60	101.93
Vergi Oranı (%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
ΔNet İşletme Sermayesi	261	568	724	362	288	308	252
Satışlara Oranı (%)	6.2%	10.0%	9.5%	3.8%	2.8%	2.5%	1.3%
Yatırım Harcamaları	683	1,087	1,386	1,114	866	912	980
Satışlara Oranı (%)	16.2%	19.1%	18.2%	11.7%	8.4%	7.3%	4.9%
Serbest Nakit Akımı	140	(149)	(55)	1,128	1,646	2,194	4,062
AOSM		2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2036 T
Risksiz Getiri Oranı		6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Hisse senedi Risk Primi		5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta		0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
Özsermaye %		70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Özsermaye Maliyeti		11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Borç %		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Borç Maliyeti		4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti		4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
AOSM		9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%

Kaynak: Global Menkul Değerler



Satış Modeli

US\$m'n	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E	2036E
Yeni Siparişler	4,993	6,545	9,573	13,964	15,260	16,228	16,843	17,753	22,336	23,002
Yurt İçi	4,392	5,528	7,504	7,495	8,060	8,794	9,164	9,548	12,345	12,839
Yurt İçi (Stratejik Projeler)				3,500	3,500	3,500	3,500	3,700	4,200	4,200
İhracat	601	1,017	2,069	2,969	3,699	3,934	4,179	4,504	5,791	5,964
Toplam Yeni Sipariş Büyümesi	211%	31%	46%	46%	9%	6%	4%	5%	7%	3%
İhracat Payı	12%	16%	22%	21%	24%	24%	25%	25%	26%	26%
Teslimatlar	2,503	3,413	4,210	5,676	7,605	9,538	10,258	12,422	19,190	19,985
Yurt İçi	2,286	2,952	3,629	4,272	5,237	6,448	6,539	7,822	10,466	10,988
Yurt İçi (Stratejik Projeler)				70	175	280	455	634	3,571	3,602
İhracat	220	487	642	1,335	2,193	2,810	3,265	3,965	5,153	5,396
Teslimat Büyümesi	17%	36%	23%	35%	34%	25%	8%	21%	14%	4%
İhracat Payı	9%	14%	15%	24%	29%	29%	32%	32%	27%	27%
Açıklanan Yıl Sonu Bakiye Siparişler	10,900	13,992	20,368	28,656	36,310	43,001	49,585	54,916	76,622	79,639
Yurt İçi	9,690	12,299	17,496	20,720	23,543	25,889	28,514	30,240	38,733	40,584
Yurt İçi (Stratejik Projeler)				3,430	6,755	9,975	13,020	16,086	26,121	26,719
İhracat	1,210	1,693	2,872	4,506	6,012	7,137	8,051	8,591	11,768	12,336
Toplam Yıl Sonu Bakiye Sipariş Bü.	33%	28%	46%	41%	27%	18%	15%	11%	4%	4%
Bakiye Siparişlerde İhracat Payı	11%	12%	14%	16%	17%	17%	16%	16%	15%	15%
Alınan Siparişler / Satışlar	2.0x	1.9x	2.3x	2.5x	2.0x	1.7x	1.6x	1.4x	1.2x	1.2x
Yurt İçi Alınan Siparişler / Yurt İçi Satış	1.9	1.9	2.1	2.5	2.1	1.8	1.8	1.6	1.2	1.2
İhracat Siparişleri / İhracat Satışları	2.7	2.1	3.2	2.2	1.7	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1

Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

Yeni Sipariş Beklentilerimiz: Türkiye'nin savunma harcamalarının GSYH içindeki payının, NATO'nun 2035 yılı için belirlediği temel savunma harcaması hedefi doğrultusunda, 2026T'deki %2,9 seviyesinden 2035T'de %3,5'e yükselmesini bekliyoruz. ASELSAN'ın yurt içi yeni siparişlerini tahmin ederken, şirketin savunma bütçesinden uzun vadede yaklaşık %15 pay alacağını varsayıyoruz. Buna ek olarak, **MİLGEM, Çelik Kubbe ve ALTAY gibi ilave bütçe tahsisleri ve SSDF kaynaklarıyla desteklenen büyük savunma programlarından yıllık 3,5–4,2mlr USD tutarında yeni sözleşme bekliyoruz.**

Söz konusu programların finansman yapıları ve teslimat takvimlerini tahminlerimizde ayrı olarak dikkate alıyoruz. Bu iki kaynaktan beklediğimiz toplam yurt içi yeni siparişlerin savunma bütçesinin yaklaşık %20–22'sine karşılık geleceğini hesaplıyoruz. Karşılaştırma açısından, 2023–25 döneminde bu oran ortalama %23 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Savunma Harcaması Varsayımları	2026	2027	2028	2029
Nominal GSYH (mlr USD)	1.641	1.705	1.776	1.851
GSYH Büyümesi	%3,0	%3,9	%4,2	%4,2
Savunma Harcaması / GSYH	%2,9	%3,1	%3,3	%3,3
Savunma Harcaması (mlr USD)	47,6	52,0	58,6	61,1
Orta Vadeli Program Hedefleri				
Nominal GSYH (mlr USD)	1.655	1.724	1.804	1.894
GSYH Büyümesi	%3,3	%4,2	%4,6	%5,0
Savunma Harcaması / GSYH	%2,9	%2,8	%2,9	%2,9
Savunma Harcaması (mlr USD)	47,7	49,1	51,8	55,6

Kaynak: OVP, Global Menkul Değerler

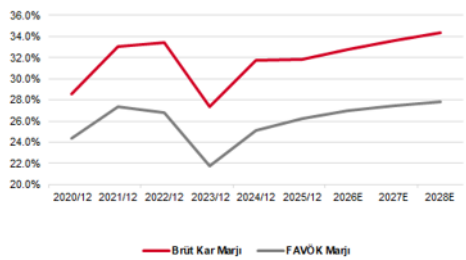
İhracat dahil toplam sipariş girişinin 2025'teki 9,6 mlr USD'den 2026T'de 14,0 mlr USD'ye, 2030T'de 17,8 mlr USD'ye çıkmasını bekliyoruz. Yılbaşından bu yana yeni alınan siparişler şimdiden 13mlr USD'yi aştı. Teslimatlar arttıkça book-to-bill oranının 2,5x'ten 1,4x'e gerilemesini, ancak 1,0x'in üzerinde kalarak bakiye siparişi büyümeye devam etmesini bekliyoruz.



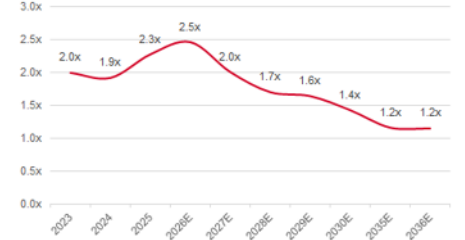
Satış Gelirleri. Satış geliri tahminlerimizde, yeni siparişlerin teslimat sürelerini dikkate alıyoruz. Yurt içi düzenli siparişlerin ortalama 3,9 yıla, büyük savunma programlarından gelen siparişlerin 7,4 yıla ve ihracat sözleşmelerinin ise 2,7 yıla yayılarak satış gelirlerine yansıtılacağını varsayıyoruz. Bakiye iş yükünün 2025 sonundaki 20,4mlr USD seviyesinden 2030T'de 54,9mlr USD'ye yükselmesini, satış gelirlerinin ise 2026T'de 5,7mlr USD'ye, 2030T'de 12,4mlr USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. Bu tahminlerimiz 2025–2030T döneminde USD bazında yıllık bileşik %24 büyümeye karşılık gelmektedir. İhracat gelirlerinin yurt içi satışlardan daha hızlı büyümesini, toplam satış gelirleri içindeki payının 2025'teki %15 seviyesinden 2027T itibarıyla yaklaşık %30'a yükselmesini ve sonraki yıllarda bu seviyelerde kalmasını öngörüyoruz.

Karlılık. Başta hava savunma ve radar sistemleri olmak üzere artan üretim hacminin ve kapasite kullanımındaki iyileşmenin birim sabit maliyetleri azaltarak FAVÖK marjını desteklemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2025'te %26,2 olan FAVÖK marjının 2030T'de %28,0'e yükselmesini öngörüyoruz. ASELSAN'ın küresel benzerlerine kıyasla halihazırda güçlü olan karlılığını dikkate alarak uzun vadeli İNA modelimizde %27,0 FAVÖK marjı varsayıyoruz. Değerlememiz FAVÖK marjı varsayımına duyarlı olup, uzun vadeli marj tahminimizdeki 1 puanlık artışın hedef fiyatımıza hisse başına yaklaşık 25 TL olumlu katkı sağladığını hesaplıyoruz.

Sürdürülebilir Karlılık



Alınan Siparişler / Satışlar



Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

1Y26'da teşvik kapsamı dışındaki gelirler üzerinden ödenen sınırlı vergiyle uyumlu olarak %2 nakdi vergi oranı varsayıyoruz. Nitelikli Ar-Ge ve teknoloji geliştirme bölgesi kazançlarına yönelik vergi istisnalarının 2028 sonrasına uzatılacağını ve nakdi vergi yükünün tahmin dönemi boyunca düşük kalacağını varsayıyoruz.

Yatırım harcamaları Oğulbey ile 2027'de zirve yapacak. Raporlanan yatırım harcamalarının 2026T'de 1,45mlr USD, 2027T'de 1,85mlr USD olmasını bekliyoruz. Modelimizde Oğulbey için 2026–2032T döneminde toplam 2,19mlr USD yatırım harcaması öngörüyoruz. Bunun 1,72mlr USD'sinin 2026–2028T döneminde, kalan 470mn USD'nin ise ek üretim hatları için 2029–2032T döneminde gerçekleşmesini bekliyoruz. Satış gelirlerindeki büyümeyle raporlanan yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranının 2026T'de %26'dan 2030T'de %13'e gerilemesini öngörüyoruz.

Yatırım Planı (USDmn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Oğulbey		590	820	310	210	160
Diğer üretim yatırımları		60	60	40	40	40
Bakım yatırımları		100	120	150	150	150
Şirket kaynaklarıyla finanse edilen Ar-Ge		140	170	191	205	248
Müşteri tarafından finanse edilen Ar-Ge		560	680	763	821	994
Raporlanan yatırım harcamaları	907	1,450	1,850	1,454	1,426	1,592
Raporlanan yatırım harcamaları/satışlar	22%	26%	24%	15%	14%	13%
Satışların maliyetine aktarılan geliştirme giderleri	224	363	464	340	560	680
Düzeltilmiş yatırım harcamaları	683	1,087	1,386	1,114	866	912
Düzeltilmiş yatırım harcamaları/satışlar	16%	19%	18%	12%	8%	7%

Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler

İNA'da yatırım harcamaları düzeltilmesi. Yeni sistem geliştirme harcamalarının yaklaşık %80'i müşterilerce finanse edilmekte, aktifleştirilerek teslimatta satışların maliyetine yansıtılmaktadır. Harcama ile teslimat arasında iki–üç yıl varsayıyoruz. Mükerrer hesaplamayı önlemek için ilgili yıl maliyetleşen bu tutarı raporlanan yatırım harcamalarından düşüyoruz. Böylece 2027T yatırım harcamasını İNA'da 1,85mlr USD yerine 1,39mlr USD olarak kullanıyor, düzeltilmiş yatırım harcamaları/satışlar oranının 2026T'de %19'dan 2030T'de %7'ye gerilemesini bekliyoruz.



Tedarikçi vadeleri uzadıkça işletme sermayesi ihtiyacı azalacak. İşletme sermayesindeki artışın 2026–27T’de hasılatın yaklaşık %10’u olmasını, 2028T’de %4’e, 2029–30T’de %2–3’e inmesini bekliyoruz. Tahsilat sürelerinin son seviyelere yakın kalacağını, stok devir hızının 2028T’den itibaren sınırlı iyileşeceğini varsayıyoruz. Düşüşün ana dayanağı tedarikçi ödeme vadelerinin kademeli uzaması. Buna göre işletme sermayesinin hasılatı oranı 2025’teki %41’den 2028T’de %36’ya, 2030T’de %32’ye geriliyor.

Diğer varsayımlar:

- %6,8 risksiz faiz oranı ve %5,5 özkaynak risk primi kullanıyoruz.
- 0,87 beta varsayımımız %11,6 özkaynak maliyetine işaret ediyor.
- Borçlanma maliyetini %4,5 olarak alıyoruz.
- Sermaye yapısını %70 özkaynak ve %30 borç olarak varsayıyor, %9,4 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanıyoruz.
- USD bazında nihai büyüme oranını %4,0 olarak alıyoruz.



Benzer Şirket Karşılaştırması

ASELSAN 2026T'de 21,7x FD/FAVÖK ile ağırlıklandırılmış küresel savunma benzer grubuna göre %6 iskontolu işlem görüyor. Tahminlerimize göre çarpan 2027T'de 15,9x'e, 2028T'de 12,6x'e gerileyerek sırasıyla %15 ve %20 iskontoya işaret ediyor. F/K'da ASELSAN 2026-2028T için 29,0x, 22,7x ve 17,4x ile işlem görüyor; bu, %14, %20 ve %25 iskontoya karşılık geliyor. ASELSAN'ın büyüyen bakiye siparişi ve teslimatlarda beklenen hızlanma dikkate alındığında bu değerlemeleri cazip buluyoruz; ancak olası bir yeniden değerlendirme için daha güçlü nakit dönüşümü önemli olacak.

Benzer şirket karşılaştırmamızda, ASELSAN'ın radar, elektronik harp, haberleşme ve entegre savunma sistemlerindeki ağırlığı nedeniyle en yakın benzer olarak gördüğümüz savunma elektroniği şirketlerine %65 ağırlık veriyoruz. Entegre savunma şirketlerinin ağırlığı %15, küresel ana yüklenicilerin %15, uzmanlaşmış teknoloji şirketlerinin ise %5. Yalnızca savunma elektroniği grubuna göre ASELSAN 2027T'de FD/FAVÖK'te %25, F/K'da %30 iskontolu işlem görmektedir.

Benzer şirket bazlı değerlememizde FD/FAVÖK ve F/K'ya eşit ağırlık veriyor, 2026T'ye %20, 2027T ve 2028T'ye ise %40'ar ağırlık uyguluyoruz. Bu yöntem 40,0mlr USD özkaynak değerine işaret etmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa değeri (USDmn)	FD/FAVÖK			F/K		
			2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Grup I – Savunma elektroniği: En yakın benzerler (%65 ağırlık)								
Hensoldt AG	Almanya	9,838	18.79	15.57	12.83	41.49	31.64	24.34
Elbit Systems Ltd	İsrail	30,932	26.85	23.29	20.07	40.73	35.88	30.94
Leonardo DRS Inc	ABD	9,611	17.75	16.63	14.63	26.19	24.63	22.37
Hanwha Systems Co Ltd	Güney Kore	10,782	36.49	24.99	20.33	37.23	37.23	28.24
Bharat Electronics Ltd	Hindistan	27,806	33.23	28.28	24.21	44.62	38.49	32.69
LIG Defense&Aerospace Co Ltd	Güney Kore	10,097	24.60	18.69	14.44	36.25	25.63	18.83
Ortalama I			26.28	21.24	17.75	37.86	32.25	26.23
Medyan I			25.72	20.99	17.35	40.73	33.76	26.29
Grup II – Entegre savunma sistemleri: Yakın benzerler (%15 ağırlık)								
L3Harris Technologies Inc	ABD	44,259	12.68	11.80	10.98	19.53	17.41	15.23
Thales SA	Fransa	50,321	11.51	10.46	9.43	20.66	17.80	15.70
Saab AB	İsveç	32,575	22.90	18.35	15.29	39.87	31.11	25.29
Kongsberg Gruppen ASA	Norveç	27,164	29.98	19.58	14.60	41.54	27.15	20.02
Leonardo SpA	İtalya	30,292	10.85	9.39	8.36	19.28	15.72	13.28
Ortalama II			17.58	13.92	11.73	28.18	21.84	17.90
Medyan II			12.68	11.80	10.98	20.66	17.80	15.70
Grup III – Küresel savunma ana yüklenicileri: Referans şirketler (%15 ağırlık)								
Rheinmetall AG	Almanya	49,182	15.09	10.80	7.93	25.70	17.49	12.69
Lockheed Martin Corp	ABD	117,481	11.81	11.13	10.54	16.78	15.57	14.43
RTX Corp	ABD	250,831	18.33	16.66	15.26	25.66	23.56	21.42
BAE Systems PLC	Birleşik Krallık	73,698	12.86	11.67	10.75	21.66	19.11	17.13
Northrop Grumman Corp	ABD	68,672	13.24	12.34	11.58	16.69	15.98	14.77
Ortalama III			14.27	12.52	11.21	21.30	18.34	16.09
Medyan III			13.24	11.67	10.75	21.66	17.49	14.77
Grup IV – Diğer savunma teknolojileri benzerleri (%5 ağırlık)								
Kratos Defense & Security Solutions Inc	ABD	7,927	37.61	27.34	20.91	50.88	38.43	27.71
Theon International PLC	Kıbrıs	2,445	15.14	11.96	10.11	17.98	17.01	14.13
Ortalama IV			26.38	19.65	15.51	34.43	27.72	20.92
Medyan IV			26.38	19.65	15.51	34.43	27.72	20.92
Ortalama			23.18	18.75	15.76	33.75	28.38	23.20
Medyan			21.93	18.15	15.31	34.55	28.63	22.71
Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret AS	Türkiye	32,603	21.75	15.94	12.57	28.96	22.70	17.40
Prim / (iskonto)			-6%	-15%	-20%	-14%	-20%	-25%
İna edilen piyasa değeri (USDmn)			34,799	38,497	41,051	37,997	40,755	43,471
Değerleme ağırlığı			10%	20%	20%	10%	20%	20%
Çarpan Analizi Değeri		40,035						

Kaynak: ASELSAN, Global Menkul Değerler



Şirket

ASELSAN, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarını yerli geliştirme ve üretimle karşılamak amacıyla 1975'te kuruldu. Aselsan 1979 yılında Ankara Macunköy tesislerinde üretime başladı. Askeri haberleşmeyle başlayan faaliyetlerini radar, elektronik harp, elektro-optik, aviyonik, hava savunma ve komuta kontrol sistemlerine genişleten şirket, Türkiye'de ve yurt dışında müşterilere hizmet vermektedir.

Şirketin ürünleri kara, deniz ve hava platformlarında kullanılırken faaliyetleri araştırma ve tasarımdan üretime, sistem entegrasyonuna ve satış sonrası desteğe uzanmaktadır. Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı %74,2 pay ile kontrol eden ortak konumunu korurken kalan %25,8'lik pay Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Aselsan Ortaklık Yapısı



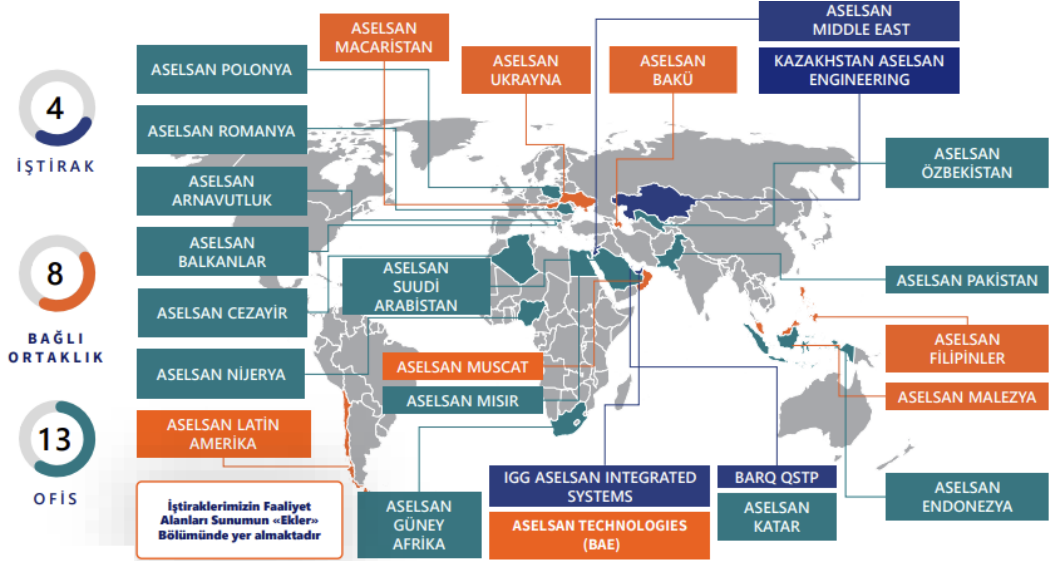
Kaynak: ASELSAN

ASELSAN'ın kontrol eden ortağı Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı (TSKGV), 1987'de Kara, Deniz ve Hava Kuvvetlerini Güçlendirme Vakıflarının birleşmesiyle kar amacı gütmeyen bir vakıf olarak kuruldu. TSKGV'nin TUSAŞ, ROKETSAN, HAVELSAN, ASPİLSAN ve İŞBİR'de de payları bulunmaktadır.



Küresel Varlık

ASELSAN Avrupa, Orta Doğu, Afrika, Asya ve Latin Amerika'da 4 iştirak, 8 bağlı ortaklık ve 13 ofis aracılığıyla uluslararası faaliyet göstermektedir. Yurt dışı operasyonları yerel üretimi, savunma ihalelerine katılımı ve satış sonrası hizmetleri destekliyor. Tedarik şartlarının yerel üretim ve teknoloji transferi içerdiği pazarlarda yerli şirketlerle ortaklıklar özellikle önem taşımaktadır.



Kaynak: ASELSAN

İş Alanları

ASELSAN karar alma süreçlerini hızlandırmak amacıyla iş alanı yapısını 1990'larda uygulamaya koymuştur. Şirket altı ana iş alanında örgütlenmiştir: i) Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri, ii) Savunma Sistem Teknolojileri, iii) Mikroelektronik ve Elektro-Optik Sistemler, iv) Aviyonik ve Güdüm Sistemleri, v) Radar ve Elektronik Harp Sistemleri ve vi) Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık Sistemleri.

Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri (HBT)	Kara, hava ve deniz askeri haberleşme sistemleri; taktik telsiz sistemleri; dost-düşman tanıma (IFF) sistemleri; veri bağı sistemleri; kamu güvenliği haberleşme sistemleri ve telsiz çözümleri; geniş bant haberleşme teknolojileri; uydu ve uzay teknolojileri; kriptoloji ve bilgi teknolojileri; bilgi güvenliği ve siber güvenlik
Savunma Sistem Teknolojileri (SST)	Akıllı mühimmat sistemleri; kara silah sistemleri; tank sistemleri; topçu ve havan sistemleri; deniz seyir ve muharebe sistemleri; sonar sistemleri; sualtı karşı tedbir sistemleri; torpidolar ve otonom sualtı araçları; insansız deniz araçları; kara komuta kontrol sistemleri; hava ve hava savunma komuta kontrol sistemleri; İHA savunma sistemleri; stratejik, operatif ve taktik hava ve füze savunma füze sistemleri; hava ve füze savunma silah sistemleri
Mikroelektronik ve Elektro-Optik Sistemler (MEOS)	Gimballi elektro-optik sistemler; platforma entegre, pod ve uzay elektro-optik sistemleri; elektro-optik kendini koruma sistemleri; mikroelektronik sistemler; lazer sistemleri; elektro-optik hava savunma sistemleri; kara ve deniz elektro-optik sistemleri; elektro-optik arayıcı başlık sistemleri
Aviyonik ve Güdüm Sistemleri (AGS)	Aviyonik sistemler (görev bilgisayarları, kokpit göstergeleri ve kontrolleri, baş üstü göstergeleri, aviyonik modernizasyon); güdüm sistemleri (hassas güdümlü mühimmatlar, güdüm kitleri, akıllı silah rafları); navigasyon sistemleri (ataletsel navigasyon sistemleri ve ataletsel ölçüm birimleri)
Radar ve Elektronik Harp Sistemleri (REHS)	<i>Radar:</i> arama ve deniz platformu radarları; silah tespit radarları; erken ihbar radarları; hava savunma radarları; uçak ve uydu radarları; RF arayıcılar. <i>Elektronik harp:</i> radar elektronik destek ve elektronik taarruz sistemleri; haberleşme elektronik destek sistemleri; önleyici EH (dron karşıtı) sistemleri; EH kendini koruma sistemleri
Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık Sistemleri (UGES)	<i>Ulaşım ve enerji:</i> raylı sistemler (cer, tren kontrol, sinyalizasyon); SCADA ve enerji sistemleri. <i>Güvenlik:</i> kent güvenliği; iç güvenlik ve sınır güvenliği; kritik tesis güvenliği. <i>Sağlık:</i> tıbbi görüntüleme sistemleri; yaşam destek ve teşhis sistemleri

Kaynak: ASELSAN Faaliyet Raporu - 2025



Temel Ürün ve Sistemler

ASELSAN'ın portföyü hava savunma, radar, elektronik harp, elektro-optik, haberleşme, C4ISR, güdüm ve deniz sistemlerinde yaklaşık 450–500 ürün ve sistemden oluşuyor. Geniş ürün yelpazesi teknolojilerin farklı platformlarda kullanılmasına imkan tanıyarak geliştirme maliyetlerini düşürüyor ve sistem entegrasyonu fırsatları yaratıyor. Aşağıdaki tablo başlıca ürün kategorilerini ve seçili sistemleri gösteriyor.

Alan	Başlıca sistemler	Stratejik önemi
Hava ve füze savunması	SİPER, HİSAR, KORKUT, GÖKDENİZ	Katmanlı hava ve füze savunması
Radar	ALP radar ailesi, AESA radarlar	Arama, tespit, takip ve atış kontrol
Elektronik harp	KORAL / KORAL-200, ANTIDOT	Elektronik destek, taarruz ve koruma
Elektro-optik	ASELFLIR-500/600, TOYGUN	Hedefleme, gözetleme ve keşif
Güdüm ve mühimmat	TOLUN, GÖZDE ve güdüm kitleleri	Hassas vuruş kabiliyeti
Haberleşme	Taktik telsizler ve ağ sistemleri	Güvenli muharebe sahası bağlantısı
C4ISR	Komuta kontrol sistemleri	Sensörden atıcıya entegrasyon
Deniz sistemleri	Muharebe yönetimi, radar, EH ve EO	Entegre deniz muharebe kabiliyeti

Kaynak: ASELSAN Faaliyet Raporu - 2025

İştirakler

ROKETSAN, Aselsanet, Aselsan Bilkent ve Aselsan Optik ASELSAN'ın başlıca yurt içi iştirakleridir. Şirket büyüme stratejileri ve artan ihracat gelirleri kapsamında Kazakistan, Ürdün, Birleşik Arap Emirlikleri, Azerbaycan, Güney Afrika, Kuzey Makedonya ve Malezya'da ortak girişimler kurdu.

ASELSAN İştirakleri	ASELSAN Payı	Faaliyet Alanı
Yurt İçi İştirakler		
Roketsan	15%	Raket ve roketatar üretimi
Aselsanet	100%	Haberleşme ve BT
Aselsan Bilkent	50%	Çeşitli yarı iletkenlerin tasarımı ve üretimi
Aselsan Optik	50%	Optik cihaz tasarımı ve üretimi
Aspilsan	1%	Batarya üretimi
Mikro AR-GE	85%	Mikroçip tasarımı
Yital	51%	Mikroçip tasarımı ve üretimi
Yurt Dışı İştirakler		
Aselsan Kazakistan	49%	Çeşitli elektronik cihazların üretimi
Aselsan Ürdün	49%	Gece görüş ve termal görüntüleme ürünleri üretimi
SADEC (Suudi Arabistan)	50%	Radar, elektronik harp ve elektro-optik sistem üretimi
IGG Aselsan (BAE)	49%	Çeşitli elektronik cihazların üretimi
Aselsan Bakü	100%	Haberleşme cihazları için pazarlama ve satış sonrası hizmetler
Aselsan Güney Afrika	100%	Optik sistem tasarımı
Aselsan Makedonya	100%	Trafik sistemleri
Aselsan Malezya	100%	Uzaktan kumandalı sistemlerin üretimi

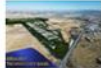
Kaynak: ASELSAN



Tesisler

ASELSAN, Ankara ve İstanbul'daki üniversitelerde yer alan üç Ar-Ge merkezine ek olarak Macunköy, Akyurt, Gölbaşı ve Oğulbey tesislerinde üretim yapmaktadır.

ASELSAN Teknoloji Üsleri — Tesislere Genel Bakış

	Macunköy Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 138.761 m ² - Toplam Alan: 186.848 m ² - 186.848 m ² toplam alanın 138.761 m ² 'si kapalı alandır. - Genel Müdürlük birimleri ile Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri Sektör Başkanlığı ve Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık Sistemleri Sektör Başkanlığı bu üste yer almaktadır.
	Gölbaşı Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 242.948 m ² - Toplam Alan: 1.134.144 m ² - Savunma Sistem Teknolojileri Sektör Başkanlığı, Radar ve Elektronik Harp Sistemleri Sektör Başkanlığı, İş Geliştirme ve Pazarlama Genel Müdür Yardımcılığı ile Kurumsal Yönetim Genel Müdür Yardımcılığı bu üste yer almaktadır.
	Akyurt 1 Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 119.825 m ² - Toplam Alan: 281.851 m ² - Mikroelektronik ve Elektro-Optik Sistemler Sektör Başkanlığı ile Aviyonik ve Güdüm Sistemleri Sektör Başkanlığı'nın bazı birimleri bu üste yer almaktadır.
	Akyurt 2 Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 38.313 m ² - Toplam Alan: 80.313 m ² - Aviyonik ve Güdüm Sistemleri Sektör Başkanlığı ile Mikroelektronik ve Elektro-Optik Sistemler Sektör Başkanlığı'nın bazı birimleri bu üste yer almaktadır.
	Temelli Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 33.488 m ² - Toplam Alan: 381.730 m ² - Savunma Sistem Teknolojileri Sektör Başkanlığı'nın bazı birimleri ile Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık Sistemleri Sektör Başkanlığı'na ait bazı test sistemleri bu üste yer almaktadır.
	Gölbek Teknoloji Test Üssü	- Toplam Alan: 3.294.035 m ² - Anten performansı, platform etkileşimi, sistem etkinliği, yön doğruluğu ve radar kesit alanı ölçümleri dahil geniş kapsamlı test ve doğrulama faaliyetlerinde kullanılmaktadır.
	Oğulbey Teknoloji Üssü	- Kapalı Alan: 8.797 m ² - Toplam Alan: 6.759.480 m ² - Tesisin inşaatı devam etmektedir.
	Teknopark İstanbul	- Kapalı Alan: 36.400 m ² - Toplam Alan: 10.688 m ² - Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık Sistemleri Sektör Başkanlığı, Savunma Sistem Teknolojileri Sektör Başkanlığı ile Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri Sektör Başkanlığı'nın bazı birimleri burada yer almaktadır.

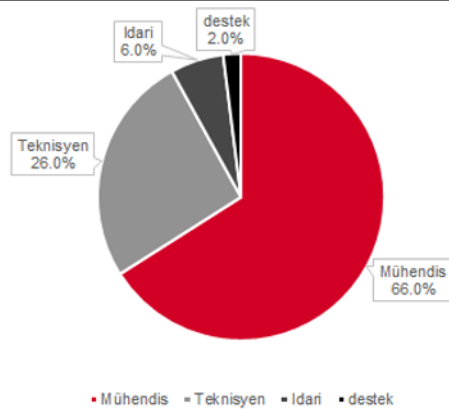
Kaynak: ASELSAN

İnsan Kaynağı ve Ar-Ge Faaliyetleri

ASELSAN'ın çalışan sayısı, 2Ç26 sonunda yıllık %26 artışla 17.024 kişiye ulaşmıştır (2Ç25: 13.508). 1Ç26 verilerine göre çalışanların %66'sını mühendisler oluşturmakta olup ASELSAN, Türkiye'nin en fazla mühendis istihdam eden şirketi konumundadır. Şirketin farklı faaliyet alanlarında ve ODTÜ Teknokent bünyesinde toplam 11 Ar-Ge merkezi bulunmaktadır. Ar-Ge çalışmalarında alçak dünya yörüngesi (LEO) uyduları, kuantum hesaplama, sualtı sistemleri, itki teknolojileri, mikroelektronik, lazer ve uzun menzilli güdümlü mühimmat teknolojileri öncelikli alanlar arasında bulunmaktadır.

Türkiye'nin en büyük Ar-Ge yatırımcılarından biri olan ASELSAN, 5746 sayılı Ar-Ge Kanunu ve 4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu kapsamında sağlanan ve 2028 sonuna kadar geçerli olan teşviklerden yararlanmaktadır. Söz konusu teşvikler; gelir vergisi stopajı ve sigorta primi desteği, damga vergisi istisnası ve Ar-Ge harcamalarına yönelik kurumlar vergisi indirimi kapsamaktadır.

Çalışanların görev dağılımı (2025 yıl sonu)

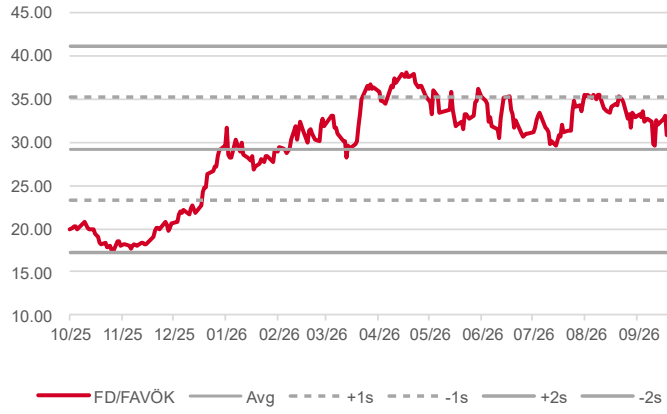


Tarihsel arpanlar

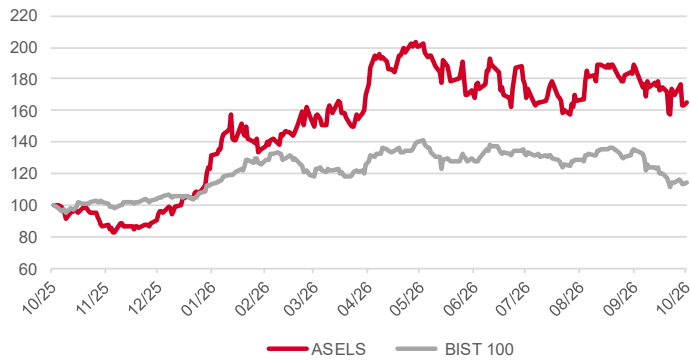
ASELS 12 aylık F/K



ASELS 12 aylık FD/FAVÖK



ASELS ve BIST-100



Kaynak: Matriks, Global Menkul Değerler



ANALİST BEYANI

Global Menkul Değerler araştırma ekibi olarak, bu raporda yer alan görüşlerin söz konusu menkul kıymetler ve ihraççılar hakkındaki kişisel görüşlerimizi doğru biçimde yansıttığını beyan ederiz. Ayrıca ücretimizin hiçbir kısmının bu raporda yer alan belirli tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili olmadığını ve olmayacağını beyan ederiz.

ÖNEMLİ BİLGİLENDİRME

Bu doküman Global Menkul Değerler A.Ş. ("GMD") veya İştirakleri tarafından yalnızca bilgilendirme amacıyla ve alıcının kullanımı için hazırlanmıştır. Hiçbir koşulda çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya alıcı dışında herhangi bir kişiye sunulamaz. Dünya genelinde GMD veya GMD'nin yetkili bir iştiraki tarafından dağıtılmaktadır (bu kuruluşlar ve GMD tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen diğer kuruluşlar "İştirakler" olarak anılır). Bu doküman GMD, İştirakleri veya başka bir şirket tarafından ya da onlar adına herhangi bir kişiye yapılmış menkul kıymet alım veya satım teklifi ya da daveti niteliği taşımaz. Burada yer alan bilgiler GMD veya İştiraklerinin güvenilir kabul ettiği yayımlanmış bilgiler ve diğer kaynaklardan elde edilmiştir.

GMD veya İştirakleri bu bilgilerin doğruluğu veya eksiksizliği konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Burada yer alan tüm tahminler, görüşler ve diğer öznel değerlendirmeler bu dokümanın tarihi itibarıyla yapılmıştır.

Gelişmekte olan menkul kıymet piyasaları, gelişmiş piyasalara göre önemli ölçüde daha yüksek risklere tabi olabilir. Özellikle siyasi ve ekonomik ortam, şirket uygulamaları ile piyasa fiyatları ve işlem hacimleri önemli dalgalanmalar gösterebilir. Bilgi miktarı ve kalitesinin önemli ölçüde daha düşük olması nedeniyle bu risklerin değerlendirilmesi de sınırlı olabilir. Bu dokümanı kabul ederek yukarıdaki tüm hükümlerle bağlı olmayı kabul etmiş olursunuz.

GMD veya İştirakleri yakın zamanda bu raporda adı geçen menkul kıymetlerin %1'i veya daha fazlasının lehdar sahibi olmamıştır; GMD veya iştirakleri son 12 ayda bu menkul kıymetlerin halka arzını yönetmemiş veya eş yönetmemiş, ihraççıdan yatırım bankacılığı hizmetleri karşılığında ücret almamıştır ve önümüzdeki üç ay içinde ihraççıdan yatırım bankacılığı hizmetleri için ücret almayı beklememektedir. Bununla birlikte GMD veya İştiraklerinden biri ya da birkaçı zaman zaman burada adı geçen menkul kıymetlerde uzun veya kısa pozisyon taşıyabilir ve bu menkul kıymetleri ya da bunlara ilişkin opsiyonları kendi hesaplarına veya müşterileri adına alıp satabilir. GMD veya İştirakleri yasaların izin verdiği ölçüde yukarıdaki materyali, burada belirtilen sonuçları ya da bunların dayandığı araştırma veya analizleri alıcılara yayımlanmadan önce kullanabilir veya bunlara göre hareket edebilir ve zaman zaman bu raporda adı geçen herhangi bir kuruluşa yatırım bankacılığı, yatırım yönetimi veya diğer hizmetleri sunabilir ya da bu kuruluşlardan yatırım bankacılığı veya diğer menkul kıymet işleri almaya çalışabilir.

© 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır. Bu yayının hiçbir bölümü Global Menkul Değerler A.Ş.'nin önceden izni olmaksızın elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt veya başka herhangi bir yolla çoğaltılamaz, bir erişim sisteminde saklanamaz veya herhangi bir biçimde iletilemez.

12 AYLIK TAVSİYE TANIMLARI

AL	: AL tavsiyesi verilen hisselerin 12 aylık vadede en az %15 toplam getiri sağlaması beklenir; bu hisseler takip ettiğimiz şirketler arasında en cazip olanlardır.
TUT	: TUT tavsiyesi verilen hisselerin 12 aylık dönemde %15'e kadar pozitif toplam getiri sağlaması beklenir
AZALT	: AZALT tavsiyesi verilen hisselerin 12 aylık dönemde -%10'a kadar negatif toplam getiri sağlaması beklenir
SAT	: SAT tavsiyesi verilen hisselerin 12 aylık dönemde -%10'dan fazla negatif toplam getiri sağlaması beklenir.

